

InDret

La responsabilitat dels administradors com a instrument de govern corporatiu

Cándido Paz-Ares
Catedràtic de Dret Mercantil
Universidad Autónoma de Madrid

Working Paper núm: 162
Barcelona, octubre de 2003
www.indret.com

Sumari

1. Introducció

- 1.1. La responsabilitat dels administradors en el debat sobre el govern corporatiu
- 1.2. Hipòtesi de partida: la necessitat de diversificació del règim de responsabilitat dels administradors
- 1.3. Justificació de la diversificació del règim de responsabilitat

2. Bases de la responsabilitat per deslleialtat

- 2.1. Defensa d'una política de severitat respecte de les infraccions del deure de lleialtat
- 2.2. Criteris per a la tipificació de les conductes deslleials
- 2.3. Extensió subjectiva de la responsabilitat per infracció del deure de lleialtat
- 2.4. Facilitació de l'exigència de responsabilitat en matèria de deure de lleialtat
- 2.5. Reforçament del sistema de sancions

3. Bases per al tractament de la negligència

- 3.1. En favor d'una política d'indulgència amb les infraccions del deure de diligència
- 3.2. Discrecionalitat de les decisions empresarials: un espai d'immunitat
- 3.3. Moderació de l'abast subjectiu de la responsabilitat per negligència
- 3.4. Necessitat de contenir la litigació en matèria de responsabilitat per negligència
- 3.5. Remeis per pal·liar les sancions excessives (i un al·legat a favor de la llibertat contractual)

4. La reforma en marxa: problemes i solucions

- 4.1. Llums i ombres del Projecte de Llei de Transparència
- 4.2. Les imperfeccions en l'especificació dels deures de lleialtat portades a terme pel Projecte de Llei de Transparència
- 4.3. Altres aspectes manifestament millorables del Projecte de Llei de Transparència
- 4.4. Recapitulació: una proposta alternativa de reforma de la Llei de Societats Anònimes

1. Introducció

1.1. La responsabilitat dels administradors en el debat sobre el govern corporatiu

Qualsevol sistema de govern corporatiu es compon d'un conjunt heterogeni d'instruments de salvaguarda i supervisió la finalitat dels quals és alinear els incentius dels *insiders* (l'equip directiu i, si escau, el grup de control) i els interessos dels *outsiders* (els accionistes minoritaris). Els instruments que enumerem tot seguit són de ben segur els més importants, tot i que la seva eficàcia relativa depèn del context institucional de cada mercat: (i) la constitució d'un consell d'administració amb elevada capacitat de supervisió de la instància executiva de la companyia; (ii) l'establiment d'un sistema d'opas i de mecanismes de lluita per a l'obtenció de delegacions de vots, que facilitin la competència pel control; (iii) el disseny de sistemes de remuneració i contractes d'incentius capaços de conciliar els interessos dels *managers* i els dels inversors; (iv) la concentració parcial de la propietat i la centralització del control a les mans d'un o diversos accionistes de referència amb incentius suficients per a vigilar al *management*; (v) el reposicionament dels inversors institucionals com a forces proactives en els fòrums d'accionistes; i (vi) la implantació d'un sistema efectiu de responsabilitat dels administradors amb una adequada definició dels seus deures fiduciaris.

Els dos primers instruments -consells i opas- van acaparar l'atenció del moviment de *corporate governance* durant la seva etapa inicial de desenvolupament. Els dos següents -els contractes d'incentius i, sobretot, els blocs de control- s'incorporen a l'agenda en un instant intermedi; en aquest moment el moviment surt de la seva òrbita anglosaxona originària i es generalitza a la resta dels mercats, la majoria dels quals exhibeixen taxes elevades de concentració de propietat. Els dos últims -activisme dels fons i deures fiduciaris- són els punts clau en el debat d'última generació, tot i que segurament amb protagonismes repartits: el primer, a l'escena anglosaxona i el segon, a la resta del món¹. Això no ens hauria de sobtar. En la majoria de països, la concentració de capital determina, no solament una menor eficàcia disciplinar de les opas i una menor confiança en la independència dels consells (normalment molt mediatitzats pels accionistes de referència), sinó també una menor urgència per omplir el "buit de propietat" mitjançant la implicació dels inversors institucionals². Així, l'èmfasi es desplaça cap als

¹ Aquest plantejament, no cal dir-ho, és producte d'una gran simplificació. La participació dels inversors institucionals en les juntes generals constitueix també una preocupació als països no anglosaxons. Sense anar més lluny, en el nostre propi àmbit domèstic, la reforma del règim de les institucions d'inversió col·lectiva que actualment està tramitant-se a les Corts n'és un bon exemple. La norma que ens interessa recordar es troba a l'apartat d) de l'art. 46 del *Proyecto de Ley 621/000140, de Instituciones de Inversión Colectiva* (text remès al Senat pel Congrés dels Diputats), publicat al *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Senado, VII Legislatura, Serie II, Proyectos de Ley, (3-VII-2003), p. 28, que estableix el següent: "En relació amb els fons gestionats, reglamentàriament s'establiran aquells supòsits en què, en atenció a la rellevància quantitativa i al caràcter estable de la participació del fons al capital d'una societat, la societat gestora estarà obligada a exercir tots els drets inherents als valors integrats en els fons en benefici exclusiu dels partícips, especialment el dret d'assistència i vot a les Juntes Generals. En tot cas, les societats gestores hauran d'informar els partícips de la seva política en relació a l'exercici dels drets polítics inherents als valors que integrin la cartera del fons, justificant bé el no exercici del dret de vot o bé el sentit d'aquest. Així mateix, hauran de deixar constància d'aquesta política en els documents informatius que es determinin".

² Agafo l'expressió de *The Economist*, "A Survey of Capitalism and Democracy", suplement del núm. 8330 (28-VI-2003), pp. 8-14.

mecanismes legals de protecció dels inversors i, específicament, cap a la qüestió dels deures fiduciaris i la responsabilitat dels administradors³, sobre la qual vull centrar la meua atenció en les pàgines següents. En l'àmbit domèstic, atès el moment en què ens trobem, el tema és de gran actualitat. Fa pocs mesos que es va publicar l'*Informe Aldama*, que hi dedica gran part de les seves recomanacions. I, actualment, es tramita a les Corts el *Projecte de Llei de Transparència*, un dels objectius primordials del qual és la reforma del règim de responsabilitat dels administradors contingut a la Llei de Societats Anònimes⁴. Amb aquells antecedents i en aquest context, la meua intenció és delinear, tot i que no sigui de forma molt acurada, un *model de regulació de la responsabilitat dels administradors* apte per a millorar la qualitat del sistema espanyol de govern corporatiu. Un cop dissenyat el model, l'utilitzaré com a eina per tal d'avaluar la normativa projectada (vegeu *infra* §§ 14-16) i, en el seu cas, com a base o suport per tal de formular propostes alternatives (vegeu *infra* § 17)⁵.

1.2. Hipòtesi de partida: la necessitat de diversificació del règim de responsabilitat dels administradors

Les iniciatives esmentades són un indici que la situació actual no és satisfactòria. La complaença generalitzada amb què va acollir-se la reforma de 1989, motivada pel rigor que va introduir respecte del règim previgent, comença, certament, a esquarterar-se. Entre els tractadistes hi ha cada cop més veus crítiques⁶ i, fins i tot, de fet alguns líders d'opinió proclamen la necessitat de reparar les "imperfeccions" dels arts. 127 i 133-135 LSA⁷. El que no és tan clar, malgrat això, és el traçat que ha de seguir la reforma, i no ho és -aquesta és almenys la percepció de qui escriu- perquè manca una identificació precisa de l'arrel del problema, una visió articulada dels mals que afecten la normativa actual. Aquesta és la primera incògnita a aclarir.

Tot i el risc d'incórrer en una simplificació excessiva, m'atreveixo a dir que bona part dels mals, si no tots, estan causats per la voluntat de *tractament unitari de la responsabilitat dels administradors*, que ha encapçalat l'elaboració i la interpretació de la normativa respectiva en la nostra tradició jurídica. La meua hipòtesi, així doncs, és que aquella voluntat d'unitat o homogeneïtat és culpable tant dels excessos com dels defectes que pateix la legislació en vigor. Precisament per això, el nostre raonament arrenca de la necessitat de diferenciar o diversificar el règim de responsabilitat en funció de la naturalesa dels deures objecte d'infracció. No podem posar dins el

³ En aquest sentit, és revelador el fet que el projecte més ambiciós que s'està duent a terme en l'actualitat, dirigit pel Professor Florencio López de Silanes, sota els auspicis del Banc Mundial i amb la col·laboració de l'organització internacional d'advocats *Lex Mundi*, versí precisament sobre aquest punt.

⁴ En tot cas, és just reconèixer que l'*Informe Olivencia* va donar un gran pas en aquesta direcció en cridar l'atenció sobre la transcendència dels deures fiduciaris dels administradors i accionistes significatius dins el nostre sistema de govern corporatiu. És cert que les seves indicacions -relegades al camp de l'autoregulació-, han estat insuficients. Era necessària una intervenció legislativa que esmenés les clares imperfeccions presents per la Llei de Societats Anònimes en aquest punt. La *Comissió Aldama* es va decidir finalment a atacar la qüestió i, per això, va dirigir les seves recomanacions al legislador, el qual -com hem esmentat- va acceptar immediatament la invitació.

⁵ Les idees fonamentals d'aquest estudi es van presentar a *The Third Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable*, organitzada pel Banc Mundial i celebrada a la Ciutat de Mèxic a l'abril del 2002.

⁶ Vegeu, per exemple J. QUIJANO, "La responsabilidad de los consejeros" a G. ESTEBAN VELASCO (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid 1999, pp. 551-553.

⁷ Pot ser-ne un bon exemple l'editorial d'*Expansión* de 5-VII-2000, p. 4.

mateix sac la regulació dels “actes de gestió indeguda” i la regulació dels “actes d'apropiació indeguda”, les raons econòmiques dels quals -com veurem de seguida- són molt diferents. I, això, ens obliga a separar clarament la *vessant tecnològica* (relativa a la producció de valor) i la *vessant deontològica* (relativa a la distribució de valor) en la qual es descompon tota l'activitat de govern d'una empresa i, a partir d'aquí, elevar a categoria la distinció entre *el deure de precaució* i *el deure de lleialtat*. El deure de precaució -el deure de diligència de l'“ordenat empresari”- exigeix que els administradors inverteixin una determinada quantitat de temps i esforç i despleguin un cert nivell de perícia en la gestió o supervisió de l'empresa a fi de maximitzar la producció de valor. El deure de lleialtat -el deure de comportar-se com un “representant lleial”- requereix que els administradors anteposin els interessos dels accionistes als seus propis per tal de minimitzar la redistribució del valor creat. Els administradors resten sotmesos així a dos imperatius fonamentals: *maximitzar la producció de valor i minimitzar la redistribució de valor*.

A partir d'aquestes senzilles distincions, de gran relleu des del punt de vista del govern corporatiu, però freqüentment passades per alt en les discussions més convencionals, apareix el criteri directriu que, segons el nostre parer, ha de presidir el tractament normatiu de la matèria. Aquest criteri pot formular-se de la següent manera: *el règim de responsabilitat dels administradors ha de configurar-se de manera que sigui tan sever amb les infraccions del deure de lleialtat com indulgent amb les infraccions del deure de diligència*. La nostra proposta es fonamenta, en definitiva, en una política d'abstenció amb la negligència i en una política d'intervenció amb la infidelitat. L'*Informe Aldama* no ho ha explicitat, però -com tindrem ocasió de comprovar- està orientat clarament cap a aquesta tendència.

1.3. Justificació de la diversificació del règim de responsabilitat

Les raons que avalen o recolzen l'estratègia de severitat/indulgència proposada es fonamenten en una avaluació comparativa de la responsabilitat per infracció dels deures de lleialtat i de la responsabilitat per infracció dels deures de diligència en tres plans: (i) en el pla dels incentius per a l'incompliment; (ii) en el pla de la substituïbilitat dels mecanismes de govern; i (iii) en el pla de la incertesa sobre la valoració jurídica de la conducta dels administradors. A continuació s'examinen els factors rellevants en cada pla.

a) El primer factor a considerar ve donat pel *grau d'alineament natural dels incentius dels administradors amb els interessos dels accionistes*⁸. On l'alineament sigui més gran, hi haurà menys probabilitat d'incompliment i, per tant, estarà justificada una política d'indulgència. I viceversa: on l'alineament sigui menor, s'incrementarà la probabilitat d'incompliment i correspondrà aplicar una política de severitat. Doncs bé, com fàcilment podem entendre, la magnitud

⁸ L'“alineament natural” a què ens referim en el text és l'alineament ocult o subjacent, és a dir, l'alineament que existeix amb independència dels mecanismes d'enforcement dels contractes o -dit d'una altra manera- que existiria en la hipòtesi que l'incompliment contractual no tingués cap sanció, sigui aquesta moral, social o jurídica. Precisament per això, es defineix en funció de l'interès que el propi deutor tingui en el compliment. En un món sense sancions, les obligacions només es compleixen si el deutor n'obté algun rendiment (per al desenvolupament d'aquestes idees i la seva inserció en la teoria de la contractació, em permeto la remissió a C. PAZ-ARES, “La terminación de los contratos de distribución”, *Revista de Derecho Mercantil* 223 (1997), pp. 7 ss., esp. 17-20).

d'aquesta variable és molt diferent en l'àmbit de la deslleialtat i en l'àmbit de la negligència. El deure de lleialtat obliga l'administrador a no desviar cap valor de l'esfera social a l'esfera personal i, per tant, exclou per definició la possibilitat de qualsevol forma d'alineament natural d'interessos. L'incompliment només comporta un benefici per a l'administrador (com més gran és l'incompliment, més gran és el benefici)); mentre que no li imposa cap cost, perquè és un joc merament redistributiu (el que s'endú una part ho perd l'altra); en definitiva, un joc de suma zero. Les coses són molt diferents al terreny de la negligència, i no tant -o no solament- perquè molt sovint procura un benefici menor (l'omissió de la diligència deguda es tradueix en un estalvi d'atenció i esforç, no en l'obtenció d'un rendiment patrimonial directe⁹), sinó també perquè el propi administrador ha de suportar una part dels seus costos (si l'empresa va malament, acabarà perdent la seva font d'ingressos; si no gestiona, perd l'oportunitat de manar, etc.). El joc és ara de suma positiva i, en aquest sentit, ambdues parts poden treure profit de la cooperació. L'una i l'altra tenen, en definitiva, un interès comú a veure prosperar els negocis¹⁰.

b) El segon factor a tenir en compte a l'hora de ponderar el rigor del règim de responsabilitat és *el grau de substituïbilitat de les regles de responsabilitat com a mecanismes de govern*. Per adonar-nos-en convé recordar que entre les salvaguardes jurídiques (regles de responsabilitat) i les salvaguardes de mercat (incentius econòmics) hi ha una relació de substituïbilitat i que, per tant, les parts tindran menys interès a recórrer a les salvaguardes jurídiques -i als costos que inevitablement comporten- quan el mercat proveeixi gratuïtament un altre tipus de salvaguardes. En conseqüència, quan la societat disposi d'altres mecanismes de govern prou eficaços per tal d'alinear els incentius de les parts i reduir els costos d'agència, serà més convenient una política d'indulgència. En cas contrari, quan les forces del mercat no proveeixin mecanismes alternatius de disciplina, serà millor una política de severitat.

Analitzant la qüestió sota aquesta perspectiva, de nou observem una diferència substancial entre les conductes deslleials i les conductes negligents. Generalment, les forces del mercat redueixen la necessitat d'acudir al sistema jurídic per tal de minvar la negligència dels administradors. Això és particularment cert en l'àmbit de les societats cotitzades per diverses raons: (i) perquè es troben en constant necessitat de recórrer als mercats per captar nous fons, la qual cosa determina que els administradors quedin subjectes a uns efectes reputacionals molt intensos ("transaccions repetides"); (ii) perquè reclamen dels administradors elevades "inversions específiques" -és a dir, inversions que no poden ser recuperades ni aprofitades alternativament en cas de revocació-, de les quals sorgeix un corrent de quasi-rendes que opera com a penyora o garantia del compliment; i (iii) perquè viuen sota l'escrutini permanent de mercats altament eficients des del punt de vista informatiu (mercat borsari, mercat del control, mercat dels alts executius, etc.). En

⁹ Si l'objectiu fos aquest, estariem dins l'àmbit de l'activitat deslleial.

¹⁰ Richard POSNER ho ha explicat de forma immillorable: "The danger of mismanagement (negligence) is less serious than the danger that the managers will not deal fairly with the shareholders (disloyalty). Mismanagement is not in the managers' self-interest; it is *in fact* very much contrary to their self-interest, as it will lead eventually to the bankruptcy of the firm (and of the managers' future employment prospects), as a result of the competition of better managed rivals. Although managers thus have a strong incentive to manage the firm well or, if they are unable to manage it well themselves, to sell their *office* to those who can, their incentive to deal fairly with shareholders (meaning maximizing the per-share value of the corporation's stock) is weaker" (R. A. POSNER, *Economic Analysis of Law*, 5a ed., New York 1998, p. 452).

les societats no cotitzades, els incentius per actuar diligentment es troben bàsicament en el menor grau de separació que presenten entre propietat i gestió. El fet que els administradors siguin propietaris d'una porció significativa de l'empresa els proporciona un incentiu natural de gran força per tal de realitzar les seves comeses amb els nivells d'atenció i d'esforç deguts.

Les societats no disposen, en canvi, de mecanismes alternatius a les regles de responsabilitat que resultin igualment efectius per prevenir les conductes deslleials. En primer lloc, perquè els administradors, pel seu propi bé, s'asseguren que no surtin a la llum¹¹. El prototip de conducta deslleial és la "transacció interessada", de la qual l'administrador en treu avantatges excessius i, així, és natural que intenti dissimular-la o emmascarar-la -objectivament (mitjançant estructures complexes i operacions dotades d'un propòsit empresarial versemblant) i subjectivament (mitjançant interposició d'altres persones o entitats)-, per allunyar-les de l'escrutini públic¹². Els actes de negligència, almenys en l'àmbit de les decisions de negoci, són molt més visibles. En segon terme, perquè les violacions del deure de lleialtat acostumen a prodigar-se en els últims moments de les relacions dels administradors amb la societat, i en aquests moments la disciplina que procuren les forces del mercat està molt debilitada. L'únic remei eficaç contra les activitats d'aquesta naturalesa -les anomenades "pilotades" en el nostre argot financer- és la responsabilitat davant els tribunals. I en tercer lloc, perquè en el terreny del deure de lleialtat, la propietat per part dels administradors d'una part substancial del capital de l'empresa no ajuda en absolut a prevenir el frau; ans al contrari, ho facilita en oferir un nou parapet enfront de la possibilitat de revocació (qui no creu amenaçada la seva posició de preeminència atès que posseeix un paquet important d'accions, tendeix a sentir-se més segur o abrigat a l'hora d'extreure avantatges personals a càrrec de la societat i, per tant, a càrrec del patrimoni dels accionistes minoritaris)¹³. El fet que la taxa d'expropiació dels accionistes minoritaris sigui major en els mercats amb propietat concentrada que en els mercats amb propietat difusa reforça aquesta hipòtesi¹⁴.

c) El tercer factor a tenir en compte per determinar el nivell òptim de rigor del règim de responsabilitat dels administradors és *el grau d'incertesa jurídica a què estan subjectes les seves decisions*. Aquest és, sense cap mena de dubte, el factor decisiu. La incertesa es produeix quan els administradors no poden anticipar amb seguretat quines seran les conseqüències jurídiques de les seves decisions¹⁵. Les causes que la provoquen són les següents: (i) l'ambigüitat o vaguetat

¹¹ Per al desenvolupament d'aquest punt vegeu K.E SCOTT, "The Role of Preconceptions in Policy Analysis in Law", *Cornell Law Review* 71 (1986), pp. 301-302.

¹² Són molt eloqüents els casos -tots agafats de la jurisprudència dels països de l'Europa del sud- amb què exemplifiquen les pràctiques d'extracció de beneficis privats S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES i A. SHLEIFER, "Tunnelling", *American Economic Review*, 90 (2000), pp. 22 ss.

¹³ El lector curiós trobarà una excel·lent descripció literària d'aquest fenomen en el llibre de L.D. BRANDEIS, *El dinero de los demás*, trad. esp., Barcelona 1994, pp. 42 ss.

¹⁴ El lector interessat en aprofundir en aquestes qüestions disposa avui d'una bibliografia amplíssima i, en aquestes pàgines, tindrem ocasió d'al·ludir a algunes de les contribucions més significatives. Malgrat això, i amb caràcter general, és necessari remetre'ns als estudis pioners de A. SHLEIFER i R.W. VISHNY, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy* 94 (1986), pp. 461 ss.; A. SHLEIFER i R.W. VISHNY, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52 (1997), pp. 737 ss.; i R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES i A. SHLEIFER, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106 (1998), pp. 1113 ss.

¹⁵ Sobre aquest tema és inevitable fer referència a J.E. CALFEE i R. CRASWELL, "Some Effects of Uncertainty on Compliance with Legal Standards" *Virginia Law Review* 70 (1984), pp. 965 ss; citada per la versió publicada a S.

del mandat legal (errors del jutge en la determinació del nivell de correcció); (ii) les dificultats de prova (errors del jutge en la verificació d'un determinat nivell de correcció); i (iii) les deficiències cognitives del propi agent (errors de l'administrador en la determinació del nivell de correcció). El nivell d'incertesa determina el risc d'error a què es veuen sotmesos els agents (és a dir, el risc d'incórrer en responsabilitat per actes que ells no van considerar incorrectes quan els van acordar o van realitzar) i aquest risc, al seu torn, origina el problema de l'*overcompliance* o "sobrecompliment" que en l'àmbit econòmic pot ser molt important: qui anticipa la possibilitat d'error del jutge, extremerà la seva gelosia a l'hora d'adoptar precaucions per sobre de les legalment exigibles. La política d'indulgència, doncs, serà adient quan el risc d'error sigui rellevant i els costos del "sobrecompliment" elevats. La política de severitat, ho serà quan el risc d'error sigui menyspreable i els costos del sobrecompliment escassos.

Des del punt de vista del risc d'error, la responsabilitat per negligència i la responsabilitat per deslleialtat també presenten grans diferències. En principi, és intuïtivament evident que les conductes deslleials amb prou feines comporten risc d'error per als administradors, ja que és baixa la probabilitat: (i) que l'administrador s'equivoqui en el judici; tractant-se d'operacions que es desqualifiquen precisament per l'extracció excessiva d'avantatges personals, tothom sap on són els límits; (ii) que el jutge s'equivoqui en valorar el cas, perquè, a diferència del que succeeix amb el judici de negligència –que comporta una valoració tècnico-econòmica complexa–, el judici de lleialtat és d'ordre moral o deontològic, per la qual cosa els jutges estan més ben preparats¹⁶; i (iii) que l'administrador tingui dificultats de prova, almenys si està establert un protocol o procediment formal homologat per a l'aprovació de les transaccions potencialment conflictives. En canvi, les conductes negligents plantegen seriosos problemes d'error. Ens referim fonamentalment a aquelles que s'adopten en l'àmbit de la gestió empresarial. El risc procedeix de l'escassa perícia dels jutges en aquest àmbit i de la inexistència d'una *lex artis* consolidada que permeti suplir la imperícia amb el recurs a experts. Això fa que la probabilitat que arribin a equiparar-se o confondre's els negatius resultats econòmics i les manques de diligència sigui considerablement elevada¹⁷. Els problemes amb què s'enfronten els tribunals es veuen agreujats, a més a més, per allò que els estadístics anomenen "biaix de selecció" (com que la majoria dels plets tenen com a antecedent resultats pobres, els tribunals tendeixen a assumir que són producte d'infraccions del deure de precaució) i, per allò que els economistes de la conducta anomenen "biaix retrospectiu", en virtut del qual, a aigua passada, un cop s'ha produït el "desastre", acostumem a pensar que ja sabíem el que ens passaria. Aquest biaix –com recentment ens recordava Manuel Conthe–, amb freqüència "transforma en culpabilitat i negligència el que només va ser infortuni"¹⁸. L'increment del risc d'error genera costos per a les empreses sota una doble perspectiva: d'un costat, incrementa el *cost del capital gerencial* i, d'un altre, incrementa el

LEVMORE (ed.), *Foundations of Tort Law*, New York-Oxford 1995, p. 89 ss.; vegeu també S. SHAVELL, *Economic Analysis of Accident Law*, London 1997, pp. 79 ss.

¹⁶ H. DEMSETZ, "A Commentary on Liability Rules and the Derivate Suit in Corporate Law", *Cornell Law Review* 71 (1986), p. 356.

¹⁷ Per a una anàlisi més detallada, vegeu B. CHAPMAN "Corporate Tort Liability and the Problem of Overcompliance", *Southern California Law Review* 69 (1996), pp. 1679 ss. El tractament del tema és interessant ja que posa de relleu els trastorns produïts per l'*overcompliance* no únicament des del punt de vista econòmic (eficiència), sinó també des del punt de vista moral (justícia commutativa).

¹⁸ *Expansión*, 31-XII-2002, p. 46.

cost de gestió del risc.

És evident que si els administradors estan exposats a un risc que ells no poden controlar, elevaran les seves demandes retributives. El cost, al final, el suportarà la societat. Però el cost no rau només en l'augment de la retribució; en moltes ocasions, es trobarà també amb la impossibilitat de reclutar administradors amb talent ateses precisament les dificultats d'estructurar una retribució adequada. La literatura econòmica ha mostrat els obstacles que existeixen per compensar els directius pels riscos de responsabilitat associats a la seva feina a causa de l'enorme dificultat de vigilar i avaluar les seves tasques¹⁹.

Des de la perspectiva de la gestió del risc, el problema és encaramés gran, ateses les diferents actituds enfront del risc d'accionistes i administradors. En termes generals, els administradors pateixen més aversió al risc que els accionistes, doncs bona part del seu capital humà a l'empresa és específic (és a dir, no pot ser emprat o reutilitzat en una altra ocupació alternativa) i, en conseqüència, no pot diversificar-se. Això no succeeix -o no succeeix tant- amb els accionistes i, molt menys, amb els accionistes de les societats cotitzades, que poden diversificar les seves carteres d'inversió fins arribar a ser neutrals al risc. Atesa aquesta situació, és altament ineficient carregar a espatlles dels administradors un risc que poden suportar millor els accionistes.

Des del punt de vista dels costos de "sobrecompliment", les diferències entre la negligència i la deslleialtat són tanmateix crítiques. El problema del "sobrecompliment" rau, com hem avançat abans, en la prevenció de conducta legítima que causa i en el valor que aquesta conducta podria tenir alternativament per a la societat. Doncs bé, la intuïció comuna ens indica que, per molt rigorós que sigui un règim de responsabilitat per infracció del deure de lleialtat, difícilment pot causar trastorns rellevants. Certament pot retreure als administradors de realitzar algunes transaccions vinculades potencialment beneficioses per a la companyia, però aquest risc de lucre cessant ni és important (almenys a simple vista no sembla que pugui afectar de manera recurrent els comptes d'explotació de les empreses) ni és inevitable (l'experiència mostra que poden combinar-se sense dificultat normes de responsabilitat rigoroses i procediments de dispensa²⁰). En canvi, el problema es planteja amb tota la seva cruesa al terreny de la responsabilitat per negligència, on el rigor de la normativa aplicable és susceptible d'introduir greus perturbacions en el funcionament de l'empresa, i això sota dos aspectes estretament relacionats entre si: "conservadorisme" en la gestió i "muralleres de paper". El fenomen del "conservadorisme", producte de l'avversió al risc, determina que els administradors planifiquin les estratègies empresarials amb un nivell de risc inferior a aquell que seria convenient als accionistes (no us oblideu que aquests, en la mesura que tinguin diversificades les seves carteres, són neutrals al risc). La teoria contractual de l'empresa ha posat de manifest la gravetat d'aquesta inèrcia conservadora, que empeny els administradors a renunciar a projectes d'inversió altament rendibles (encara que tinguin una gran variança) i a promoure projectes d'inversió poc rendibles

¹⁹ Vegeu, per exemple, D.W. DIAMOND i RE. VERRECCHIA, "Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Securities Prices", *Journal of Finance* 37 (1982), pp. 275 ss.

²⁰ Vegeu *infra* § 5 c).

(encara que siguin aptes per diversificar els negocis i reduir el risc d'empresa²¹). Doncs bé, el problema d'una disciplina rigorosa és que, en comptes de mitigar aquest problema, en si mateix greu, l'aguditza. Els administradors estaran encara menys disposats a emprendre negocis arriscats i se sentiran encara més inclinats a seguir estratègies de diversificació (“conglomerats”, “construcció d'imperis”, etc.) del que ho estarien sota un règim de responsabilitat més benigne²². No cal dir que aquests incentius perversos no afecten només els plans industrials. També afecten la pròpia organització interna de l'empresa. Un règim estricte de responsabilitat per negligència constitueix una rèmora per a la innovació o adopció de sistemes de gestió, informació i control que no s'adaptin als estàndards establerts²³.

El risc d'error i l'aversion al risc provoquen també una forma de precaució altament ineficient. Em refereixo al fenomen de les “muralls de paper”. Les regles de responsabilitat rigoroses condueixen, en efecte, a envoltar de barreres defensives qualsevol operació, a “emmurallar-la” amb tota mena de papers, dictàmens i opinions d'experts (certificats d'auditors sobre l'exactitud d'estats financers; opinions de bancs de negocis sobre la valoració d'actius i projectes; anàlisis d'enginyers sobre costos de producció; informes jurídics de tota mena, etc.)²⁴. És natural que sigui així: quan percebem el risc de sortir malparats, tots acostumem a cobrir-nos les espatlles. Malgrat això, els efectes d'aquest tipus de cauteles no són innocus. Sovint, provoquen un dispendi poc productiu dels recursos de la societat, tant en termes de temps gerencial com de diners de caixa²⁵. El perjudicat, a la fi, és el propi accionista, l'interès del qual pretén protegir-se mitjançant l'enduriment del règim de responsabilitat.

2. Bases de la responsabilitat per deslleialtat

2.1. Defensa d'una política de severitat respecte de les infraccions del deure de lleialtat

És ben conegut que en els sistemes jurídics continentals i, per descomptat, en el nostre, el

²¹ Com és natural, l'accionista està interessat a diversificar riscos. No obstant això, prefereix fer-ho ell mateix (dins la seva cartera) que els administradors (dins l'empresa).

²² Fa un parell d'anys *Unilever* va demandar *Merrill Lynch*, a qui havia confiat l'administració del seu fons de pensions, com a conseqüència de les males inversions realitzades i dels escassos rendiments del fons. *Merrill* es defensava al·legant que no havia garantit cap sol. L'afer va aixecar molt rebombori a Anglaterra. Les prediccions dels gestors de fons per al futur es van tornar així molt pessimistes: “the fear.... of being sued -concluí la notícia de l'*Economist*, 20-X-2001, p. 81-, will force more “active” fund managers to mirror indices or to invest, with little imagination, only in the biggest companies. Without the unconventional or contrarian bets that account for outperformance, there will soon be little to distinguish active managers from the index-trackers” (sobre aquest problema, en general, vegeu R.H KRAAKMAN, “Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Controls”, *Yale Law Review* 93 (1984), pp. 865 ss.).

²³ Sobre aquest darrer aspecte són molt il·lustratives les observacions de G. SPINDLER, “Unternehmensorganisationsrecht als Beitrag zur zivilrechtlichen Risikoregulierung” a D. Hart (ed.), *Privatrecht im 'Risikostaat'*, Baden-Baden 1997, pp. 99-101).

²⁴ Al respecte és curiós l'estudi de H.M BOWERS “Fairness Opinions and the Business Judgment Rule. An Empirical Investigation of Target Firms' Use of Fairness Opinions”, *Northwestern University Law Review* 96 (2002), pp. 426 ss.

²⁵ L'asimetria entre la negligència i la deslleialtat també és evident: normalment la intervenció de tercers té en el primer cas una funció de protecció de l'agent (l'administrador) i en el segon -penseu, per exemple, en la valoració d'un actiu social que desitja comprar un administrador- una funció de protecció del principal (accionista).

legislador s'ha mostrat absent i, fins i tot, tolerant amb les anomenades “transaccions interessades” i la resta de pràctiques dubtoses des del punt de vista del deure de lleialtat. Amb prou feines els ha prestat atenció i, quan ho ha fet, ha estat amb una gran dosi d'ingenuïtat²⁶. El motiu fonamental –com hem esmentat abans– radica en haver dissenyat les regles sobre responsabilitat dels administradors de manera unitària i en haver pres com a paradigma –afegim ara– el problema de la negligència. Aquesta forma de comportar-se ha desembocat en dos grans errors: un error de defecte en el tractament de la deslleialtat i un error d'excés en el tractament de la negligència. L'error d'excés ha de corregir-se mitjançant una política d'indulgència, les bases de la qual s'examinaran més endavant (vegeu *infra* §§ 9-13). L'error de defecte, mitjançant una política de severitat.

En l'apartat anterior hem comentat les raons que avalen aquesta política de rigor o severitat en el camp de la lleialtat, que es resumeixen bàsicament en aquestes tres circumstàncies: (i) l'existència de forts incentius per a l'extracció de beneficis privats, la qual cosa eleva la probabilitat de les conductes deslleials; (ii) la insuficiència dels mecanismes disciplinaris o d'enforcement que proveeixen les forces del mercat per reduir les pràctiques de *self-dealing* i, per tant, l'especial necessitat dels remeis legals; i (iii) la poca incertesa sobre el judici de deslleialtat, la qual cosa determina que els costos associats als riscos d'error i *overcompliance* siguin escassos. A aquestes observacions fàcilment comprensibles des del punt de vista del sentit o la intuïció comuna, hem d'afegir ara l'evidència empírica acumulada en els darrers anys sobre el volum al que pot arribar la redistribució de valor quan el sistema jurídic no disposa de remeis eficaços per combatre les infraccions del deure de lleialtat. Els mètodes ideats per calcular el volum o la taxa de redistribució són molt variats. Em sembla especialment incisiva aquella redistribució basada en les diferències estadístiques entre el valor privat d'una companyia (calculat en funció del preu pagat en transaccions privades de canvi de control o en opas parcials) i el seu valor públic (calculat en funció del preu de cotització que preval a la Borsa un cop s'ha fet pública la transacció de canvi de control), perquè les esmentades diferències permeten conèixer amb molta fiabilitat les estimacions que fan els mercats sobre el nivell mitjà d'extracció de beneficis privats que registra un determinat país. Efectivament, si la diferència és petita, és perquè els mercats estimen que la “prima de control” va pagar-se per raons d'eficiència. En canvi, si és gran, és perquè jutgen que la “prima de control” fou pagada per raons menys confessables i, en particular, perquè l'adquirent opera en un marc institucional que li permet obtenir de la companyia més valor del que li correspon per la seva participació en el capital. Doncs bé, les investigacions més fiables revelen que en el nostre entorn institucional (el “mundo latino”) i, en el nostre país en particular, el problema té una notable transcendència. Un parell de dades seran suficients per fer-nos càrrec de la seva magnitud relativa. El diferencial més baix es registra als països anglosaxons (aproximadament un 2'5%); el més alt, als països emergents (amb

²⁶ Serveixin com a mostra les STS 16-VI-1992 (Ar. 5315) i STS 30-I-1997 (Ar. 151). La ingenuïtat –alguns parlen de “deferència” rep els *insiders*– és un fenomen generalitzat en les nostres latituds meridionals (n'és reveladora l'anàlisi de la pràctica judicial italiana de L. ENRIQUES, “Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan”, *European Business Organization Law Review* 3 (2002), pp. 765 ss., esp. 784 ss). El fenomen és patent fins i tot a Alemanya, on tampoc és excepcional el control jurisdiccional de la deslleialtat. Els estudis més recents reconeixen que el desenvolupament d'aquesta doctrina és encara incipient (“steht erst am Anfang”, diu Th. Abeltshauser, *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht*, Köln-Berlin-Bonn-München 1998, p. 271).

percentatges superiors, de vegades, al 50%). El diferencial a Espanya oscil·la entorn el 18'5%²⁷. *Res ipsa loquitur*.

La qüestió que comentem a continuació consisteix a determinar com es pot articular una política d'aquella naturalesa en el nostre dret, una política que naturalment no es pot limitar a importar les bones normes i pràctiques nascudes en altres contextos institucionals i, molt especialment, en l'àmbit anglosaxó, sinó que ha de fer un esforç per adaptar-se al marc cultural i institucional al qual va destinada. Del que es tracta, en última instància, és de definir una política conforme amb la nostra tradició jurídica capaç d'incrementar l'eficàcia dissuasòria de la responsabilitat per infracció del deure de lleialtat i, per tant, capaç de rebaixar aquell diferencial del 18'5%, sens dubte gens menyspreable. Hem d'estar d'acord que la consecució d'aquests objectius no depèn només del legislador. El *law in books* no es tradueix immediatament *in law in action*; l'eficiència d'una normativa dirigida a reduir el risc d'expropiació requereix una complexa xarxa d'institucions de suport: autoritats de supervisió, jutges competents, intermediaris reputacionals i, en general, una cultura de transparència i honestedat amb els accionistes minoritaris²⁸. Res d'això pot fabricar-se en un tres i no res. Tot i amb això, aquesta circumstància no ha de descoratjar-nos. No és poc el que pot fer un *law in books*, sobretot si està dissenyat en funció de les deficiències del sistema d'enforcement i enfocat cap a la creació a llarg termini d'un marc institucional que afavoreixi el desenvolupament d'una cultura jurídica adequada. Els sociòlegs del dret parlen d'una funció promocional del dret²⁹.

Per articular aquesta política de severitat, he analitzat la nostra experiència i he detectat l'escassa efectivitat de les normes vigents per prevenir els riscos connaturals a les transaccions interessades i, en general, a les pràctiques d'extracció de beneficis privats. Al meu parer, les causes fonamentals de la trivialitat o inoperativitat del deure de lleialtat en el nostre sistema jurídic són quatre: (i) insuficiència en la tipificació de les conductes deslleials; (ii) insuficiència en la identificació dels destinataris dels deures de lleialtat; (iii) insuficiència dels procediments previstos per exigir la corresponent responsabilitat; i (iv) insuficiència en el volum de les sancions aplicables. En els següents apartats examino cadascuna d'aquestes insuficiències i suggereixo algunes mesures per pal·liar-les.

²⁷ Per a una presentació més detallada i el càlcul dels números espanyols, vegeu C. PAZ-ARES, "Por un derecho de sociedades reflexivo", *Expansión*, 25-V-2002, p. 35. L'estudi economètric i empíric bàsic és de A. DYCK i L. ZINGALES, "Private Benefits of Control", de propera publicació en el *Journal of Finance*, disponible a <http://gsbwww.uchicago.edu/fac/finance/papers>. Els estudis sobre la diferència de valor entre les accions ordinàries i les accions sense vot apunten a la mateixa direcció (vegeu, més recentment, T. NENOVA, "Value of Corporate Voting Rights and Control Benefits: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial Economics* 68 (2003) pp. 325 ss. Aquestes només són dos exemples d'una literatura cada cop més abundant i contundent.

²⁸ Per a un inventari complet vegeu B. BLACK, "The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets", *UCLA Law Review* 48 (2001), pp. 806-811.

²⁹ Pot ser interessant l'experiència japonesa: vegeu H. KANDA i C.J. MILHAUPT, "Re-Examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law", disponible a <http://www.law.columbia.edu/law-economicstudies>.

2.2. Criteris per a la tipificació de les conductes deslleials

La nostra legislació de societats s'ha limitat tradicionalment a establir un deure molt genèric o abstracte de lleialtat. Tot allò que disposa és que els administradors han de comportar-se com un *representant lleial* (art. 127.1 LSA *in fine*). Aquest laconisme legislatiu ens mostra també la tònica general del dret continental europeu. És cert que l'empara legal que proporciona la clàusula general de lleialtat –i, fins i tot, l'encara més genèric que ofereix la clàusula general de la bona fe en el dret de les obligacions– podria haver estat suficient per que la doctrina i la jurisprudència haguessin creat amb el pas dels anys un nodrit conjunt de regles clares i orientatives sobre la matèria. L'experiència indica, no obstant això, que aquest resultat difícilment s'ha aconseguit. No és moment d'analitzar per què (en part té a veure amb l'escassa sofisticació del nostre aparell judicial en qüestions financeres; en part, amb la seva cultura formalista i positivista, poc orientada al desenvolupament del dret més enllà de la superfície que delimiten els seus textos; i en part, amb les escasses oportunitats que ha tingut d'enfrontar-se a problemes d'aquest tipus). Per tot això, la primera mesura a adoptar per reforçar l'eficàcia del deure de lleialtat consisteix a detallar les principals obligacions derivades del principi general, com suggeria l'*Informe Olivencia*. De ben segur que amb això –aquest és un punt que subratlla amb encert l'*Informe Aldama*– l'eficàcia preventiva de la responsabilitat per deslleialtat s'eleva notablement. El fet que les normes de comportament estiguin especificades o concretades: (i) incrementa l'observabilitat i verificabilitat de les conductes indegudes facilitant el treball de tots els *enforcers* i, especialment, el dels jutges³⁰; (ii) ofereix pautes per orientar la conducta dels administradors; (iii) atorga empara als operadors per resistir pressions indegudes; i (iv) contribueix a la creació d'una cultura corporativa adequada que en última instància és l'aspecte crucial. En el desenvolupament d'aquesta feina d'especificació hauríem de tenir en compte les següents indicacions:

a) La primera versa sobre la necessitat de guiar-nos pels grups de casos elaborats en les qüestions jurídiques amb més experiència en aquest camp i que, en bona part, han trobat reflex, primer, en el capítol de l'*Informe Olivencia* relatiu als deures fiduciaris i ara –amb major èmfasi tot i que amb un llenguatge més natural que tècnic– a l'*Informe Aldama*. El catàleg hauria d'articular-se en dos nivells. En el primer haurien d'especificar-se les pautes generals de conducta, que es tradueixen bàsicament en aquestes quatre obligacions dels administradors: (i) exercitar les facultats de conformitat amb els objectius per als quals li van ser conferides (el seu contrapunt són els casos clàssics de “desviació de poder” o “abús de facultats”); (ii) guardar confidencialitat sobre la informació a què hagin tingut accés en l'exercici del seu càrrec; (iii) abstenir-se de participar en les deliberacions i decisions en què puguin tenir un interès personal de naturalesa patrimonial (òbviament han de quedar fora els anomenats conflictes posicionals o corporatius³¹); i (iv) no

³⁰ Aquest és un tema ben estudiat en l'àmbit de l'anàlisi econòmica del *rulemaking* (vegeu, per exemple, L. KAPLOW i S. SHAVELL, “Accuracy in the Determination of Liability”, *Journal of Law & Economics* 37 (1994), pp. 3 ss.). Sembla clar, per exemple, que l'existència expressa d'una prohibició de competència continguda en els estatuts socials va facilitar notablement la condemna dels administradors infidels en el cas resolt per la STS 29-VII-1994 (Ar. 6307).

³¹ No té sentit, en efecte, que l'administrador tingui prohibit votar les seves accions en la junta general en relació a qüestions com ara el seu nomenament, la seva revocació, l'exercici de l'acció social de responsabilitat contra ell mateix o altres qüestions de significació anàloga, com tampoc ho té prohibir-li fer ús en aquestes matèries de les

posar-se en situacions en què pugui produir-se una col·lisió o conflicte d'interessos. El segon nivell del catàleg hauria de reservar-se precisament per enumerar les prohibicions derivades d'aquesta darrera obligació d'evitar conflictes d'interessos. La llista hauria d'incloure, com a mínim, les següents prohibicions (*relatives*) a càrrec dels administradors: (i) la prohibició de realitzar operacions vinculades amb la societat o amb el seu grup de societats³²; (ii) la prohibició d'explotar la posició d'administrador amb fins privats (hauríem d'esmentar, com a mínim, la prohibició d'ús d'actius socials, la prohibició d'utilitzar informació confidencial de la societat, la prohibició d'obtenir avantatges de tercers lligats a transaccions de la companyia); (iii) la prohibició d'aprofitar oportunitats de negoci de la societat o del seu grup³³; i (iv) la prohibició d'entrar en competència amb la societat o societats del seu grup. A aquestes regles generals caldria afegir-ne altres de particulars en certes matèries especialment "sensibles" (retribució d'administradors, transaccions de canvi de control, adopció de mesures de blindatge, etc.). L'objectiu seria assegurar la transparència i imparcialitat en els corresponents processos de decisió. En tot cas, queden fora del marc estricte del règim de responsabilitat dels administradors.

La tècnica a seguir en l'elaboració del catàleg és la pròpia de les clàusules generals d'abast intermedi, que permeten operar per grans grups o constel·lacions de casos. Cal deixar un ampli marge de maniobra als jutges i aplicadors del dret perquè puguin ubicar la tecnologia sempre renovada de l'extracció de beneficis privats. I, en tot cas, les prohibicions intermèdies haurien d'estructurar-se com a merament exemplificatives, deixant oberta sempre la porta a la clàusula general matriu del deure de lleialtat. En resum, es tracta de fer compatibles la necessitat d'un precepte de textura oberta, que deixi espai per al posterior desenvolupament judicial del dret, amb la necessitat de proporcionar a l'aplicador del dret un mapa que li permeti orientar-se dins d'aquest procés i sempre canviant món³⁴.

b) La segona indicació ens adverteix sobre la necessitat de completar la definició dels supòsits als quals abans hem fet referència amb la previsió d'àmplies *clàusules d'assimilació* que permetin

delegacions de vot que hagi rebut, quan vagin acompanyades d'instruccions precises, que tant poden ser directes com indirectes.

³² Les "operacions vinculades" constitueixen el paradigma dels conflictes d'interès. Aquí partim d'un concepte ampli d'"operació vinculada", que només requereix la concurrència d'aquestes tres circumstàncies: (i) que existeixi una *transacció* entre la companyia i una altra part; (ii) que existeixi una *persona amb capacitat d'influència* en el procés de decisió de la companyia respecte de la transacció; i (iii) que l'interès *personal* d'aquesta persona amb capacitat d'influència en el benestar de l'altra part de la transacció o en certes conseqüències col·laterals de la transacció sigui típicament més gran que el seu interès pel benestar de la companyia.

³³ Per a un desenvolupament apropiat d'aquestes indicacions des del punt de vista del dret continental, vegeu, per tots, Th. ABELTSHAUSER, *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht*, Köln-Berlin-Bonn-München 1998, pp. 335 ss.

³⁴ Aquest és el punt de vista que ve defensant-se en la discussió anglesa actual sobre la codificació dels deures dels administradors (vegeu, per tots, Law Commission and Scottish Law Commission, *Company Director: Regulating Conflicts of Interests and Formulating a Statement of Duties*, London 1999 i E. Ferran, "Company Reform in the UK", 2000, p. 18, disponibles tots dos a la pàgina web del Ministeri de Comerç i Indústria britànic) i, per descomptat, confirma la nostra experiència en camps on es plantejaven problemes semblants. En aquest sentit, cal recordar l'èxit aconseguit a la pràctica per la *Llei de Competència Deslleial*, que en bona mesura és el resultat d'haver combinat clàusules orientatives d'abast intermedi amb una clàusula general, capaç de recollir la fenomenologia residual.

neutralitzar les estructures d'interposició i connexió d'interessos i l'enginyeria societària que pugui ser ideada per eludir-les. En aquest sentit, és clar, per exemple, que s'han d'equiparar als administradors, no solament els seus parents i les societats controlades pels uns i els altres, sinó també les entitats en les quals exerceixin funcions executives i/o tinguin participacions significatives. Ara no és moment d'entrar en el detall. Si bé, interessa subratllar la necessitat d'una configuració oberta del cercle de "persones vinculades". Juntament amb aquesta indicació, hauria d'instruir-se o, almenys insinuar-se, a l'aplicador del dret per que es comporti dins aquest intricat territori de conformitat amb la tècnica de la "contemplació econòmica" de la realitat desenvolupada en l'àmbit del dret fiscal. Es tracta de remoure els obstacles de la cultura formalista i burocràtica de la judicatura i de reduir els incentius dels *insiders* per a la utilització d'"estructures creatives" assentades a la lletra de la llei, però potser contràries al seu esperit³⁵. Tot això exigeix el recurs a regles relativament simples³⁶.

c) La tercera indicació es dirigeix a recordar la necessitat de consagrar el caràcter imperatiu del règim de responsabilitat derivat del deure de lleialtat. Hem d'impedir que la regulació legal pugui ser derogada o modificada en els estatuts de la societat o trivialitzada de qualsevol altra forma. La idea que la llibertat contractual no és danyosa en aquest àmbit, perquè permet estructurar formes alternatives de retribució dels *managers* i perquè, en tot cas, els mercats descompten eficientment en el valor de l'acció els fluxos anticipats de "beneficis privats" que puguin distreure els *insiders*³⁷, no és en absolut convincent. No és el moment de descendir ara al detall d'aquesta discussió, la qual cosa ens allunyaria de la qüestió principal. Pel que aquí es persegueix seran suficients un parell d'observacions. La primera versa sobre l'"argument de la retribució", el propi plantejament del qual és inadmissible. La llicència per extreure beneficis privats no es pot veure o "comprendre" com una clàusula de remuneració del contracte d'administració. Contravé les nostres intuïcions comunes i, en última instància, condueix a deixar el contracte a mans d'una sola part, la qual cosa contradiu la pròpia idea de contracte (vegeu art. 1256 CC). L'altra observació es refereix a l'"argument del descompte", fal·laç perquè confon fets i drets. El professor Robert Clark l'ha disseccionat encertadament:

³⁵ Aquest és un punt fonamental. En bona mesura -segons s'ha acreditat convincentment-, la causa que els sistemes jurídics continentals -alemany, però sobretot francès, italià i espanyol- tinguin menys eficàcia a l'hora de combatre l'apropiació de valor per mitjà d'operacions vinculades realitzades amb un propòsit empresarial plausible és degut a condicionants d'aquesta índole en el treball dels jutges: vegeu S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES i A. SHLEIFER, "Tunnelling", *American Economic Review* 90 (2000), pp. 22 ss. També és summament interessant per a nosaltres, atesa la similitud de la nostra cultura judicial amb la italiana, l'anàlisi empírica de la jurisprudència milanesa en matèria de deure de lleialtat oferida per L. ENRIQUES, "Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan", *European Business Organization Law Review* 3 (2002), pp. 765 ss., esp. 792 ss. (vegeu també del mateix autor L. ENRIQUES, "Off the Books, but on the Record: Evidence from Italy on the Relevance of Judges to the Quality of Corporate Law", a C.J. MILHAUPT (ed.), *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance 'in' a 'New' Era of Cross-Border Deals*, New York 2003, pp. 181 ss.).

³⁶ Una normativa excessivament complexa i detallada eleva els costos d'observança per la dificultat que comporta per als seus destinataris trobar-hi una guia fàcil i ràpida per a les seves decisions i, addicionalment, per la major facilitat que ofereix per descobrir forats a través dels quals infiltrar-se a la recerca de la immunitat o impunitat (en aquest sentit són suggestives les pàgines de L. KAPLOW, "A Model of the Optimal Complexity of Legal Rules", *Journal of Law, Economics & Organization* 11 (1995), pp. 150 ss.).

³⁷ Aquest és un punt de vista relativament estès en la literatura de l'anàlisi econòmica del dret (vegeu, per exemple, F.H. EASTERBROOK i D.R. FISCHER, *La estructura economica del derecho de las sociedades de capital*, trad. esp., Madrid 2002, pp. 137 ss.).

“Fins i tot en el supòsit que els accionistes com a categoria tinguin una idea exacta sobre el volum agregat de beneficis privats que extreuen els *managers* i anticipin que aquest nivell d'expropiació es mantindrà, les seves previsions o expectatives difícilment poden justificar l'expropiació. Després de tot, els accionistes també tenen *previsiones i expectativas sobre el que són els seus drets*. [I] les previsions i expectatives sobre el que realment els succeeix no pot ser utilitzat com a base per definir els seus drets”³⁸. En altres termes –afegiria per part meua–, el fet que el pis adquirit m'hagi sortit molt barat perquè està situat en una zona amb poca seguretat, no em priva del meu dret legítim a queixar-me el dia en què sóc víctima d'un robatori.”

El principi d'imperativitat no ha de ser incompatible, malgrat això, amb un principi de dispensabilitat *ad hoc*, en virtut del qual puguin ser autoritzades, cas per cas, les transaccions interessades que puguin presentar-se. Per això, parlàvem abans de prohibicions “relatives”. És cert que aquesta possibilitat incrementa les dificultats d'*enforcement* del deure de lleialtat, però la solució draconiana contrària pot ser més costosa, en la mesura que posa entrebancs a moltes operacions potencialment productives per a la companyia. No podem oblidar-nos, en aquest sentit, que la contractació relacionada o vinculada pot produir guanys en termes d'estalvis de costos de transacció (costos d'informació i de vigilància). En tot cas, la regulació de la dispensa ha d'estar ben meditada a fi d'aconseguir un dret que sigui relativament fàcil d'administrar i, alhora, relativament difícil d'eludir. Tres són les regles bàsiques a tenir en compte: (i) una regla de procediment, que assegurï la independència de l'òrgan que atorga la dispensa respecte de l'administrador afectat; (ii) una regla d'equitat o *fairness*, que garanteixi que la transacció sigui equitativa i es faci en condicions de mercat; i (iii) una regla de transparència en els termes que veurem més endavant (vegeu *infra* § 7 b).

La regla fonamental és, naturalment, la regla de procediment. L'experiència comparada ofereix un ampli ventall de fórmules i mostra que hi ha moltes possibilitats de disseny³⁹. Per part nostra, després de repassar els diferents models i fidels a la premissa de no multiplicar la complexitat, ens inclinem a pensar que la competència per impartir l'autorització ha de ser atribuïda a la Junta General, però només en els casos més greus (quan tingui per objecte la dispensa de l'obligació de no competència o faci referència a una transacció interessada l'import de la qual excedeixi d'un determinat percentatge: per exemple, el 10% del valor dels actius de la companyia). En la resta de casos, hem d'admetre que la concedeixi l'òrgan d'administració o una altra instància de la societat formada únicament i exclusiva per administradors independents. Amb tot, tenint en compte la incipient tradició del nostre país en aquest camp i l'estructura de propietat normalment concentrada de les empreses, potser no sigui inútil establir alguna cautela addicional, com és, per exemple, l'obligació que les operacions conflictives siguin informades prèviament pels auditors externs de la companyia o per un expert independent o, almenys, per una comissió de control del consell (per exemple, el Comitè d'Auditoria o la Comissió de Retribucions).

³⁸ R. Ch. CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, p. 186.

³⁹ El lector interessat pot consultar profitosament el magnífic estudi de L. ENRIQUES, “Il conflitto di interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista delle riforma del diritto societari”, *Rivista delle società* 45 (2000) pp. 509 ss.

2.3. Extensió subjectiva de la responsabilitat per infracció del deure de lleialtat

La segona peça i, segurament, la més decisiva per instrumentar una política de severitat en matèria de deslleialtat, ve donada per l'extensió del règim de responsabilitat a totes aquelles persones que, fins i tot sense ostentar la posició formal d'administrador, exerceixen a la societat un paper de caire semblant. L'*Informe Aldama* es pronuncia amb especial èmfasi sobre aquest punt. L'extensió està més justificada, fins i tot, que la pròpia norma matriu referida als administradors, ja que la major opacitat de l'activitat que exerceixen aquestes persones, les quals sovint actuen a l'ombra dels òrgans de decisió formals, determina una menor eficàcia disciplinar dels instruments de govern proveïts per les forces del mercat. L'extensió hauria d'abastar, si més no, els grups següents: (i) les persones físiques que representen els administradors persones jurídiques; (ii) probablement també els alts directius de la societat, incloent-hi només els qui estiguin en la primera línia executiva –que depenguin directament del Consell d'Administració- i que disposin d'una elevada autonomia de decisió⁴⁰; (iii) els “administradors de fet”, és a dir, aquelles persones que en la realitat del tràfic exerceixen sense títol o amb un títol nul o extingit les funcions pròpies d'administrador; (iv) els “administradors ocults”, és a dir, aquelles persones sota les instruccions de les quals estan acostumats a actuar els administradors de la societat⁴¹; i (v) els accionistes de control. Tècnicament, l'extensió del règim de responsabilitat dels administradors a les persones indicades en els apartats (i) a (iv) ha de ser articulada com una *extensió integral*. Del que es tracta és que qualsevol d'aquestes quedi assimilada a tots els efectes (rellevants en matèria de responsabilitat) a l'administrador *stricto sensu*. La raó que justifica aquesta extensió *in totum* es comprèn sense gaire esforç: si pràcticament actuen com a administradors, normativament han de respondre com a administradors, tant en el terreny de la

⁴⁰ Aquesta és la definició que es desprèn de l'art. 95. II LMV (dependència directa del Consell) i que, al seu moment, vam proposar per interpretar l'art. 89.3 LSA, a tenor del qual “es consideraran administradors no sols els membres del Consell d'Administració, sinó els directius o persones de poder de representació de les societats infractores” (vegeu C. PAZ-ARES i F. VELASCO CABALLERO, *Infracciones administrativas i autocartera*, Madrid 1997, p. 34).

⁴¹ Les definicions d'administrador de fet i d'administrador ocult proposades al text i contingudes a l'*Informe Aldama* s'inspiren en les previstes en les sects. 320 (3) i 741 de la *Companies Act* britànica (per a una anàlisi més detinguda, vegeu l'estudi de dret comparat, enfocat des de la perspectiva continental, de M. SCHULTHEISS, *Die Haftung des “Shadow Director” einer englischer Kapitalgesellschaft*, Achen 2000, pp. 66 ss.). A la pràctica espanyola més recent, podem observar un notable esforç dels jutges per incorporar al nostre patrimoni jurídic aquestes figures, que manquen de tipificació legal (vegeu, per exemple, STS 26-V-1998, Ar. 4004; 24-IX-2001, Ar. 7489). Malgrat això, hem d'advertir que, pròpiament parlant, en la nostra experiència doctrinal i jurisprudencial només ha pres carta de naturalesa la figura de l'“administrador de fet” (sigui aquest qui administra sense títol o amb títol nul o qui administra emparat en un títol no societari, per exemple, de directiu o d'apoderat general). No obstant això, a aquesta institució ha d'assimilar-se, per imperatius de coherència i de racionalitat teleològica, la figura de l'“administrador ocult”. O, d'una altra forma, davant la manca d'una definició legislativa més precisa, la noció d'“administrador de fet” ha de ser interpretada en el nostre dret (als efectes, per exemple, d'aplicar els arts. 290, 294 i 295 CP, 95 I LMV o 134 LSA en la versió que els hi ha donat el *Proyecto de Llei de Transparència*) en el seu sentit més ampli, de forma que hi càpiga també l'“administrador ocult”. No tindria sentit tractar de manera diferenciada a qui administra mitjançant decisions que de fet són eficaces i a qui administra mitjançant instruccions que de fet són vinculants. Autor i inductor mereixen la mateixa consideració (així també P. GIRGADO PERANDONES, *La responsabilidad de la sociedad matriz i de los administradores de una empresa de grupo*, Madrid 2002, p. 181; el lector que desitgi més informació sobre l'estat de la qüestió en la nostra doctrina i pràctica farà bé en llegir amb atenció l'estudi de A. PERDICES “Significado actual de los administradores de hecho: los que administran de hecho i los que de hecho administran”, *Revista de Derecho de Sociedades* 18 (2002), pp. 277 ss.; vegeu també J.L. DÍAZ GARAY, *El administrador de hecho de las sociedades*, Navarra 2002, *passim*, esp. pp. 182-185).

deslleialtat com en el de la negligència⁴². El cas de l'accionista de control és un tema a part, respecte del qual són necessàries un parell de puntualitzacions addicionals.

a) La primera serveix per assenyalar que l'extensió de la disciplina dels administradors als accionistes de control no ha de ser integral, sinó parcial. O més ben dit, ha de ser integral, però només en el cas que efectivament actuïn com a administradors, és a dir, quan de manera duradora i consistent facin ús de les seves prerrogatives i de la seva capacitat d'influència per dirigir la política de la societat, resultant a l'efecte indiferent que: (i) actuïn directament com a administradors fàctics; (ii) que actuïn indirectament mitjançant instruccions; o (iii) que facin una o altra cosa com a societat matriu dins una estratègia de grup qualificada per una direcció centralitzada⁴³. Malgrat això, per aconseguir aquesta fita no fa falta cap previsió legal especial. En qualsevol dels supòsits esmentats, l'extensió de responsabilitat a l'accionista de control no es justifica per tenir la consideració d'"accionista de control", sinó per actuar com a "administrador de fet" o "administrador ocult". En la resta de casos, l'extensió ha de ser, com diem, merament parcial. Per a una major comprensió, hem de tenir en compte que el fet de ser accionista majoritari o de control no implica, per si sol, la constitució entre ell i la societat d'aquesta relació que acostumem a qualificar d'orgànica ni suposa el naixement a càrrec seu d'un deure de determinar o de supervisar la política de l'empresa amb la diligència d'un ordenat empresari. L'accionista de control només és amo de les seves accions. Si no pot fer ús lliurement de les prerrogatives que aquestes li confereixen és perquè la seva posició de supremacia unida al control li imposa certes càrregues, les quals es tradueixen en un deure de lleialtat qualificat respecte de l'accionista comú⁴⁴. Per això, parlem d'*extensió parcial*; parcial perquè naturalment no abraça els deures de diligència, ni tan sols tots els deures de lleialtat als quals està subjecte un administrador. Els deures que hem d'imposar a l'accionista de control han de limitar-se o modular-se: no poden comportar sacrificis desproporcionats; no poden "funcionalitzar" completament els seus drets polítics a l'"interès social"; en definitiva, han de ser compatibles amb una consideració raonable dels seus interessos com a propietari privat. No és fàcil dibuixar amb precisió els contorns d'aquestes limitacions o modulacions ni, per tant, definir el contingut exacte de l'*extensió parcial*. Per això, la nostra proposta és fer ús d'una *remissió analògica* general (la qual cosa significa estendre a l'accionista de control el deure genèric de lleialtat només en la mesura que sigui compatible amb la seva posició) i delimitar l'abast de la *remissió directa* especial als deures en cas de conflicte d'interès immediat (realització d'operacions vinculades, aprofitament d'oportunitats de negoci corporatives; ús privat d'informació o d'altres actius socials, deure de no competència, a excepció que operés en el sector anterior a la presa de control, etc.), els que hem anomenat deures de segon nivell⁴⁵. Delimitada a aquest àmbit,

⁴² Som conscients que l'aplicació de l'"extensió integral" als alts directius pot plantejar alguns dubtes. Alternativament es podria pensar en una "extensió parcial" anàloga a la que tot seguit es discuteix en relació als "accionistes de control". En tot cas, sembla que l'extensió als alts executius del règim de responsabilitat dels administradors no procedeix quan actuen en compliment d'instruccions del Consell, és a dir, fora del seu àmbit d'autonomia de decisió.

⁴³ V. GIRGADO, *Responsabilidad de la sociedad matriz*, cit., pp. 184 ss.

⁴⁴ V. C. PAZ-ARES, "La sociedad en general: caracterización del contrato" a R. URÍA i A. MENÉNDEZ, *Curso de Derecho Mercantil*, vol. I, Madrid 1999, pp. 443-444.

⁴⁵ A la pràctica, moltes vegades serà difícil delimitar si un accionista de control està actuant com a "administrador de fet" o com a "administrador ocult", en el sentit que hem donat a aquests termes en el text, o com a simple "accionista de control". Molts casos s'ubicaran, per tant, a la "zona grisa", en la qual no arriba a ser

l'extensió directa una té justificació fàcil. La posició de control determina un alt risc en les relacions patrimonials amb la societat i la posició de propietari no pot servir d'escut i, menys encara, de patent de cors per legitimar l'extracció de beneficis privats o beneficis desproporcionats a la participació en el capital.

No cal afegir que la proposta que efectuem no descobreix el mediterrani. L'extensió del règim de responsabilitat per deslleialtat als accionistes de control no constitueix una *rara avis* importada de l'altre costat de l'oceà, sinó una situació que cada cop és més comuna dins la nostra escena jurídica continental⁴⁶. Tampoc és necessari insistir en la plena aplicabilitat de les previsions suggerides als grups de societats, tot i que, si escau, hagin de ser coordinades amb les normes que, excepcionalment i amb les corresponents garanties per als accionistes externs (drets de separació, drets de bescanvi, drets de compensació, etc.), poguessin legitimar la gestió de societats subsidiàries a fi de maximitzar l'interès del grup i, específicament, l'interès del *holding*.

b) Des del punt de vista tècnic i a fi d'aconseguir la suficient seguretat jurídica, a més, és aconsellable que la llei estableixi una definició expressa de la figura de l'accionista de control. Les possibilitats són variades. Això no obstant, penso que caldria formular-la àmpliament -com és habitual en la nostra legislació del mercat de valors (vegeu art. 4 LMV espanyola)- de manera que inclogués qualsevol persona que directament o indirecta, sola o en conveniència amb altres, disposi de la majoria del capital social amb dret de vot o que, ateses les circumstàncies, es trobi en condicions d'exercir una influència dominant sobre la societat (vegeu art. 87.1 LSA). La definició hauria d'anar acompanyada d'una presumpció que facilités l'aplicació de la norma, en virtut de la qual pogués estimar-se -com a mínim en l'àmbit de les societats cotitzades- que una persona disposa d'aquesta capacitat d'influència quan ostenta una fracció igual o superior al 25% del capital amb dret de vot i no hi ha una altra persona que directament o indirecta, sola o conjuntament amb altres, posseeixi una fracció superior⁴⁷. Aquestes presumpcions troben justificació a banda del dret de grups.

c) La darrera precisió es dirigeix a subratllar quelcom que el lector segurament haurà intuït, i és que l'extensió de la normativa de la deslleialtat als accionistes de control constitueix una peça clau de l'estratègia de severitat propugnada, especialment en els nostres mercats de capitals,

administrador de '*facto*', però desenvolupa una activitat que excedeix la de simple accionista. L'extensió al simple "accionista de control" dels deures de lleialtat queda justificada addicionalment per aquestes raons de determinació i prova, ja que així s'assegura que, en tot cas, quedarà subjecte a una major disciplina en el sector d'activitat -transaccions interessades i pràctiques afins- la qual cosa resulta més preocupant des del punt de vista dels inversors.

⁴⁶ La doctrina dels deures de lleialtat dels accionistes es referma a Alemanya arran de la famosa sentència del *Bundesgerichtshoff* en el cas *Lynotype*, *Juristenzeitung* 1989, pp. 443 ss. (per a una primera aproximació a l'estat de la qüestió vegeu K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 4a ed., Köln-Berlin-Bonn-München 2002, pp. 552 ss. i 586 ss; a Itàlia, tot i que no s'observa una línia doctrinal tan contínua, hi ha senyals de què les coses evolucionen en la mateixa direcció (en aquest sentit cal destacar la sentència núm 1151, de la *Corte de Cassazione* de 26-X-1995, publicada a *Giurisprudenza Commerciale*, 1996, II, pp. 329 ss., amb un substanciós comentari de P.G. JAEGER; a aquesta sentència el deure de rescabament de l'accionista majoritari per infracció del deure de lleialtat es fonamenta en el principi general de la bona fe contractual consagrat a l'art. 1137 del *Codice Civile*); Espanya tampoc se sostreu a aquesta tendència, segons hem pogut exposar en altres llocs (vegeu, per exemple, C. PAZ-ARES, "Uniones de Empresas y Grupos de Sociedades", R. URÍA i A. MENÉNDEZ, *Curso de Derecho Mercantil*, Madrid 1999, vol. I, pp. 1340-1344)

⁴⁷ La regla s'inspira en la Section 1.10 dels *Principles of Corporate Governance* de l'American Law Institute.

caracteritzats per una elevada concentració de la propietat accionarial. En el seu moment, vam advertir de l'experiència acumulada en els darrers anys sobre el volum al qual pot arribar la redistribució de valor dins la companyia quan el sistema jurídic no disposa de remeis eficaços per combatre les infraccions del deure de lleialtat. Vam presagiar que el nivell de redistribució en el nostre país podia ser elevat: recordeu el "diferencial" del 18'5% (vegeu *supra* § 4). Doncs bé, és el moment d'afegir que els beneficiaris de la major part d'aquesta redistribució de valor no són, pròpiament, els "administradors", sinó els "accionistes de control"⁴⁸. La conclusió ofereix pocs dubtes en la literatura especialitzada i, en tot cas, queda corroborada per les correlacions no lineals entre el valor de l'empresa i la taxa de concentració de la propietat. Per exemple, a Espanya el valor de l'acció creix fins al percentatge de concentració del 30%, decreix en el tram del 30-65% i després torna a créixer en el tram final⁴⁹. L'explicació de la forma d'aquesta corba és perfectament consistent amb el que suposem. L'acció val més en els trams baix i alt perquè és on hi ha menys risc d'extracció de beneficis privats: en el tram baix, perquè el control encara no està consolidat; i en el tram alt, perquè aquí l'extracció es fa fonamentalment a càrrec de qui controla, que, al seu torn, té una elevada participació en el capital. L'acció, en canvi, val menys en el tram intermedi; justament on hi ha un accionista de control consolidat i on hi ha majors incentius per a la redistribució⁵⁰. Addicionalment, hem d'observar que a mesura que s'eleva la taxa de concentració de la propietat, hi ha un progressiu debilitament de la resta de les instàncies de control (consellers independents, comitès del consell, etc.), la qual cosa reforça la necessitat d'estendre als accionistes de control la normativa sobre infracció dels deures de lleialtat⁵¹.

2.4. Facilitació de l'exigència de responsabilitat en matèria de deure de lleialtat

Si examinem l'experiència jurisprudencial del nostre país i, fins i tot, d'altres països veïns en l'escena europea, observem una minsa litigiositat en matèria de deure de lleialtat. Els repertoris de jurisprudència recullen aquests casos que, malgrat això, són plens d'accions d'impugnació d'acords socials. I, aquest aspecte, ha de ser motiu de preocupació, perquè la restricció de casos judicials redueix l'efectivitat de qualsevol regulació substantiva que adoptem. Li resta eficàcia preventiva, però també eficàcia orientativa en impedir que la jurisprudència vagi completant i adaptant les insuficients indicacions legislatives⁵². Com he insinuat anteriorment, la pobresa i

⁴⁸ Per a un examen dels mitjans i instruments d'extracció de beneficis privats –l'anomenada "tecnologia de l'expropiació"–, vegeu l'estudi citat abans de JOHNSON i altres (vegeu *supra* nt 24) i R.J GILSON i J.N GORDON, "Controlling Controlling Shareholders", disponible a http://law.colombia.edu/center_program/law_economics.

⁴⁹ V.A MIGUEL, J. PINDADO i Ch. TORRE, "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System" 2001, pp. 9-10, disponible a <http://www.ssrn.com>

⁵⁰ En els fons, el que succeeix és que els incentius per a la redistribució són més intensos a mesura que hi ha més drets polítics i menys drets econòmics, i el punt clau d'aquesta relació inversa pot estar entorn d'un percentatge de participació en el capital del 35% (amb un 35% dels vots és possible tenir el 100% del poder i, en canvi, disposar només del 35% dels fluxes de caixa).

⁵¹ Vegeu, per exemple, L.E. REYES ROBUST, *La estructura de propiedad y el Consejo de Administración como mecanismos de gobierno supervisores de las actuaciones directivas: una aplicación a las empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid*, Madrid 2001, pp. 167 ss.

⁵² La inexistència de tràmits adequats per a la litigació civil determina, a més, una gran pressió per recórrer a la litigació penal (en la nostra experiència més recent, hem assistit a una notable expansió d'aquest fenomen, afavorit, a més, per la textura oberta dels tipus dels delictes societaris recollits al Codi Penal). Una raó addicional

debilitat que exhibeixen els nostres sistemes jurídics en aquest camp es deuen en bona part a la manca d'oportunitats dels jutges a l'hora de crear un estoc de precedents i orientacions en matèria de responsabilitat per violació del deure de lleialtat. És per això que, tant des del punt de vista de l'eficàcia dissuasòria, com des del punt de vista de la necessitat d'anar creant un capital jurisprudencial que proveeixi informació jurídica de qualitat i impulsi el progrés del dret en aquesta matèria, sembla oportú remoure els obstacles que avui en dia impedeixen o retarden la litigació⁵³. Aquests obstacles tenen el seu origen fonamentalment en tres circumstàncies: (i) en les elevades exigències de legitimació per a l'exercici de l'acció social de responsabilitat; (ii) en l'opacitat de les situacions conflictives; i (iii) en les dificultats de prova amb què s'enfronta l'accionista. A continuació s'ofereix una breu aproximació a cadascuna d'elles.

a) L'extrema dificultat amb què es troben els accionistes per fer efectiva la responsabilitat dels administradors deriva dels enutjosos tràmits i de l'elevada participació al capital a què les nostres lleis supediten la legitimació per accionar judicialment. L'accionista que vulgui litigar ha d'obtenir primer una resolució de la Junta General denegant l'exercici de l'acció per part de la societat i, en tot cas, ha d'ostentar com a mínim –i no és poc– un 5% del capital (vegeu art. 134 LSA). En tractar-se de societats cotitzades, ens trobem sempre o gairebé sempre enfront de barreres pràcticament insalvables. El prototip de l'accionista minoritari d'aquesta classe de societats no posseeix mai un paquet d'aquesta proporció. La credibilitat del sistema de responsabilitat dels administradors fa imperatiu, per tant, un canvi d'escenari, i així ho apunta l'*Informe Aldama* quan afirma que per a “incrementar l'eficàcia dissuasòria de la responsabilitat per infracció del deure de lleialtat” és necessari “facilita[r] els procediments i requisits d'exigència d'aquesta responsabilitat per part dels accionistes” (vegeu l'apartat III.2.2 *in fine*)⁵⁴.

La reforma, no obstant això, ha de ser cautelosa, no sigui que el remei sigui pitjor que la malaltia. El dilema amb què ens trobem no és “tot o res”. Les “solucions de frontera”, com succeeix moltes vegades a l'experiència jurídica, no són òptimes. En particular, hem de refusar una fórmula com l'americana, que legitima a *qualsevol accionista* (tot i que només tingui una acció) per exercir l'acció social de responsabilitat per *qualsevol causa* (tot i que sigui per infracció del deure de diligència)⁵⁵. Els riscos d'una fórmula d'aquest tipus són molt elevats des del moment en què

per perfeccionar la nostra justícia civil en aquesta matèria és, per aquest motiu, evitar la criminalització de les infraccions del deure de lleialtat, que pot ser poc productiva (vegeu S. DEAKIN, “Economic Effects of Criminal and Civil Sanctions in the Context of Company Law” (Research Note for the DTI Company Law Review), accessible a la pàgina web del Ministeri de Comerç i Indústria britànic; J. ARLEN, “The Potentially Perverse Effects of Corporate Criminal Liability”, *Journal of Legal Studies*, 23 (1994), pp. 833 ss.

⁵³ Les reflexions que fan els economistes sobre aquests aspectes resulten enormement clarificadores per al jurista: vegeu, per exemple, K. PISTOR i C. XU, “Fiduciary Duty in Transitional Law Jurisdictions. Lessons from the Incomplete Law Theory”, disponible a http://www.ssrn.com/abstract_id=343480 o <http://www.ecgi.org/wp/>; vegeu també E. KAMAR, “Shareholder Litigation under Indeterminate Corporate Law”, *The University of Chicago Law Review* 66 (1999), pp. 887 ss).

⁵⁴ Sorprenentment, aquesta no ha estat una preocupació de la doctrina, tot i que, més recentment, no faltin veus que expressin la seva inquietud amb l'*estatus quo* (vegeu J. ALFARO, “Una reforma inútil del derecho de sociedades?”, *Expansión* 3-IV-2003, p. 34).

⁵⁵ Hem d'esmentar, en tot cas, que l'evolució als Estats Units evoluciona clarament en el sentit d'afinar els sistemes de *screening* judicial per reduir el risc de les *strike suits* (vegeu el comentari preliminar a la secció setena de l'American Law Institute, *Principles of Corporate Governance*, vol II, St. Paul (Minn.) 1994, pp. 4-17).

obre completament les portes a la litigació frívola, infonamentada i directament abusiva, la qual pot ser molt pertorbadora per a la vida social. Cal trobar una solució intermèdia i ponderada que aconseguixi el *trade-off* adient entre els costos derivats de la litigació estratègica i els beneficis derivats de la litigació justificada⁵⁶. La nostra hipòtesi és que una solució d'aquesta naturalesa es basa en ampliar la legitimació amb la creació, al costat del procediment tradicional previst a l'art. 134 LSA, d'un de nou que permeti a l'accionista individual exercir l'acció, però acompanyant-lo de determinades restriccions substantives i processals, que minimitzin el risc de plets innecessaris i pertorbadors⁵⁷. Dels diferents models disponibles per estructurar aquestes restriccions -per exemple, el de la *Law Commission* anglesa, el dels *Principles* de l'American Law Institute, el de l'*Informe Preite* a Itàlia, etc. -ens sembla d'especial atenció el disseny dibuixat per la proposta recentment llançada per la Comissió de Govern Corporativa constituïda pel govern alemany⁵⁸.

En la mateixa línia, les *restriccions substantives* que suggerim consisteixen a condicionar la legitimació per a l'exercici de l'acció de responsabilitat: (i) a la possessió per part de l'accionista - o accionistes agrupats de què es tracti - d'un paquet de cert valor (per exemple, 50.000 ó 60.000 Euros, en termes de cotització), perquè el perill que la litigació obeeixi a motius poc confessables és inversament proporcional a l'entitat de la inversió que necessita protecció; (ii) a la continuïtat de la participació en la societat de l'accionista des del moment en què es va realitzar l'acte lesiu o, almenys, va tenir coneixement de la violació fins al moment en què exercita l'acció; en cas contrari, es reforça la sospita que va adquirir l'acció amb l'únic propòsit d'interposar la demanda; i (iii) a la fonamentació jurídica de l'acció de responsabilitat en la violació dels deures més rellevants dels administradors i, concretament, en els deures de lleialtat; de no ser així, la probabilitat d'un ús desviat de la legitimació àmplia és considerablement més elevada⁵⁹. Les

⁵⁶ Aquest és l'exercici que ocupa a tothom (el lector interessat en aprofundir en aquesta discussió des del punt de vista econòmic i empíric, pot començar amb l'estudi de R.B. THOMPSON i R.S. THOMAS, "Shareholder Litigation: Reexamining the Balance between Litigation Agency Costs and Management Agency Costs", 2003, *passim*, esp. pp. 23 ss., disponible a <http://ssrn.com>)

⁵⁷ Una solució alternativa o complementària podria consistir en encomanar a l'autoritat reguladora del mercat de valors la legitimació per exercitar accions de responsabilitat en el mateix sentit, per exemple, que la legitimació atribuïda a la Comissió Nacional del Mercat de Valors per a impugnar els acords socials de les companyies públiques. La solució ha estat incorporada a la legislació australiana i, segons les dades que facilita L.M. RAMSAY ("Directors" Duties in Australia: Recent Developments and Enforcement Issues", *The Company Financial and Insolvency Law Review* 3 (1999), p. 278), ha funcionat amb cert èxit. A Espanya ha estat incorporada a l'*Avantprojecte de Codi de Societats Mercantils* aprovat per la Comissió General de Codificació i publicat pel Ministeri de Justícia, Madrid 2002. Malgrat això, en la nostra opinió, es tracta clarament d'una *second best solution*. Els incentius d'aquest tipus d'agències per actuar són febles (de fet, pel que sabem, la nostra CNMV mai ha instat la impugnació d'un acord) i, amb freqüència, vulnerables a la pressió política (per a la discussió d'aquesta mesura vegeu K.E. SCOTT, "Corporate Governance and East Asia", 1999, p. 36, disponible a <http://www.ssrn.com>).

⁵⁸ Vegeu Th. BAUMS (ed.), *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts*, Köln 2001, pp. 109-114. Les idees fonamentals contingudes en l'esmentat informe havien estat avançades i justificades prèviament pel prof. ULMER en un estudi d'altíssim interès: vegeu P. ULMER, "Die Aktionärsklage als Instrument zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsratshandelns", *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* (ZHR) 163 (1999), pp. 290 ss. Les propostes de l'Informe han estat fidelment recollides a la reforma que actualment es tramita al Parlament alemany, a través del qual es modifica profundament el § 47 *Aktiengesetz* (fins ara, pràcticament igual al nostre art. 134 LSA) per donar cabuda a l'anomenada *Aktionärsklage*.

⁵⁹ L'experiència nord-americana de la *derivative suit* exercida per l'accionista individual posa de relleu que només un percentatge molt petit de les accions exercides es fonamenta en la infracció del deure de lleialtat (casos de *self-dealing*), la qual cosa es pot interpretar com un indicatiu de què abunda la litigació merament estratègica (vegeu R. ROMANO, "The Shareholder Derivative Suit: Litigation without Foundation?", *Journal of Law, Economics &*

restriccions processals que caldria introduir són bàsicament dues: (i) la previsió d'un tràmit judicial d'admissió de la demanda amb audiència de la societat, de manera que el Jutge pugui rebutjar *in limine* aquelles pretensions que no gaudeixin d'un *fumus boni iuris* o en les quals la societat demostrï que els interessos perseguits pels litigants són espuris⁶⁰; i (ii) la prohibició que el plet pugui acabar-se mitjançant transacció sense l'autorització del Jutge. Aquesta mesura-compreensible fàcilment- redueix per endavant el risc que l'acció sigui exercitada amb propòsit d'extorsió⁶¹.

b) La segona peça de la nostra proposta consisteix a establir una obligació de transparència integral sobre les transaccions relacionades o vinculades. Aquest és un punt subratllat amb rellevància per l'*Informe Aldama*, i amb raó. Certament, els deures d'informació tenen un abast molt més ampli que el de facilitar l'exigència de responsabilitat. Això no obstant, ens hi referim en aquest context per entendre que una condició fonamental perquè els accionistes puguin esdevenir judicialment actius en el camp de la deslleialtat és la remoció de l'opacitat que tradicionalment ha envoltat les operacions que plantegen un conflicte d'interès. Cal recordar en aquest sentit: (i) que la publicitat de les esmentades operacions ofereix als accionistes la informació que eventualment poden necessitar per litigar les violacions del deure de lleialtat; (ii) que el fet d'haver-les de fer públiques impedirà que es realitzin algunes transaccions interessades i determinarà que les realitzades siguin, en mitjana, més equitatives per als accionistes minoritaris; i (iii) que, mitjançant una obligació de transparència, si una transacció interessada s'oculta i més tard es descobreix, serà molt més fàcil exigir responsabilitats.

Els deures de transparència s'han d'estructurar de forma esglaonada, de manera que la informació es dissemini progressivament. En aquest sentit, sembla que hauríem d'imposar les següents obligacions: (i) una obligació a l'administrador de comunicar al Consell d'Administració la transacció interessada que aquest o qualsevol persona vinculada plantegi realitzar amb la companyia; (ii) una obligació al Consell de comunicar-la a l'auditor extern, al comitè d'auditoria o de nomenaments i, si escau, si reuneix els requisits del "fet rellevant", al regulador i als

Organization, 7 (1991), pp. 58-60 i 84). La restricció que proposem pot ser més acurada a fi d'evitar la temptació de fer passar qualsevol suposada infracció dels deures dels administradors -i, en particular, dels deures de diligència- a través de la clàusula general de lleialtat de l'art. 127 LSA *in fine*. Es tractaria simplement de limitar la restricció de manera que el nou tràmit d'exigència de responsabilitat només fos accessible en els casos en què l'acció es fonamenti en una violació dels deures de lleialtat recollits en el catàleg de segon nivell, on s'especifiquen les obligacions derivades en casos de conflicte d'interès directe (vegeu *supra* § 6).

⁶⁰ Aquesta restricció podria ser compensada amb una regla especial de costes, que les posés sempre a càrrec de la societat, fins i tot en la hipòtesi que la demanda fos finalment desestimada. La mesura podria justificar-se tenint en compte: (i) que l'exercici de l'acció es dirigeix d'entrada a beneficiar fonamentalment a la societat, al patrimoni de la qual aniria la indemnització obtinguda; (ii) que la consistència de la demanda ha passat un tràmit sumari de revisió judicial, que minimitza el risc de pretensions temeràries; i (iii) que és convenient oferir incentius perquè els accionistes s'impliquin en el control dels òrgans d'administració amb el consegüent increment de la funcionalitat del sistema societari i del mercat de capitals; ja se sap que quan una activitat té externalitats positives, és apropiat subvencionar l'agent (vegeu sobre aquest punt, des del punt de vista del dret europeu, on els advocats no poden cobrar *contingency fees*, les observacions d'ULMER, ZHR 163 (1999), pp. 337-339).

⁶¹ En aquest sentit, potser convindria reflexionar també sobre l'oportunitat d'obrir les portes a l'arbitratge en les accions de responsabilitat. La mesura pot ser adient en el nostre país, ja que manca d'una judicatura especialitzada en temes mercantils i pateix grans dilacions judicials. Es tractaria d'ordenar o, si escau, de permetre la incorporació als estatuts de la societat d'una clàusula arbitral *ad libitum*, de manera que l'accionista pogués triar entre portar el cas als tribunals o a l'arbitratge.

mercats; i (iii) una obligació al Consell de consignar la informació corresponent, amb el detall oportú, a la memòria anual, per tal que els accionistes rebin notícia suficient sobre a "tràfic perillós"⁶². La comunicació podria anar acompanyada de la verificació per part dels auditors externs. El primer pas és que aquests auditors fiscalitzin si efectivament s'han reflectit en la memòria totes les operacions autoritzades; el segon, que reportin als accionistes sobre totes aquestes transaccions; i el tercer, que investiguin si s'han realitzat operacions no comunicades ni autoritzades. Com suggereix el professor Bernard Black,

"Els auditors externs de la societat haurien de revisar anualment tota operació vinculada que no sigui insignificant i facilitar als accionistes un informe identificant totes les operacions significatives i confirmant que, segons el seu lleial saber i entendre, totes les operacions que hagin de sotmetre's a l'aprovació per part dels administradors i dels accionistes no interessats de la societat, han estat aprovades d'aquesta manera. De ser possible, els auditors externs haurien d'informar a més sobre si, al seu parer, les operacions vinculades no insignificants es van fer en termes equitatius i de mercat (*on arms length terms*). A efectes pràctics, un requisit com aquest asseguraria que els auditors fossin consultats abans de la conclusió de l'operació, per assegurar-se [els administradors] que es complissin totes les seves condicions. Això proporcionaria un control addicional sobre el caràcter equitatiu de les operacions"⁶³.

c) El darrer mecanisme favorable a la litigació que convé esmentar és el relatiu a la càrrega de la prova. Més endavant tindrem ocasió de constatar la tendència de les nostres tradicions jurídiques a invertir la càrrega de la prova en l'àmbit de la responsabilitat dels administradors i de raonar la conveniència de restringir-la als litigis per *mismanagement* o violació del deure de diligència (vegeu *infra* § 12). La tendència, no obstant això, ha de ser defensada -i aplaudida- en l'àmbit de la deslleialtat com una peça més de la política de severitat que defensem, i, això, no tant amb la finalitat de contrarestar la posició informativament asimètrica en què es troba l'accionista, sinó per reflectir en la pròpia norma probatòria el caràcter potencialment perillós de les esmentades transaccions i elevar així l'eficàcia preventiva de la responsabilitat⁶⁴. Per aconseguir aquest objectiu, creiem escaient formular una regla expressa del següent o semblant caire: "en cas de dubte sobre el compliment del deure de lleialtat, la càrrega de la prova correspon a l'administrador"⁶⁵.

⁶² Contenen mesures en el mateix sentit el *Testo Unico* i la *KontraG* i, anteriorment, una previsió pràcticament igual es trobava a l'art. 10.3 de la proposta modificada de Cinquena Directiva. En el nostre país, la proposta estava implícita a l'Informe *Olivencia* (1998), 8.2 *in fine* i ara s'incorpora a l'art. 35 de la Llei 24/1988, del Mercat de Valors, mitjançant la modificació de l'art. 32 de la *Llei Financera*. No obstant això, El text d'aquest precepte és manifestament millorable.

⁶³ Vegeu B. BLACK, M. BARRY, T.J. O'BRIEN i Y. MOOSHIN, "Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness (Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea)", *Journal of Corporation Law*, 2001, p. 600.

⁶⁴ Per a una anàlisi més detinguda del fonament econòmic d'aquesta proposta, vegeu R. COOTER i B.J. FREEDMAN, "The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences", *New York University Law Review* 66 (1991), pp. 1055-1056 i 1069-1071; vegeu també, B.L. HAY i K.E. SPIER, "Burdens of Proof in Civil Litigation: An Economic Perspective", *Journal of Legal Studies* 26 (1997), pp. 413 ss.

⁶⁵ La regla proposada reproduceix gairebé *ad pedem litterae* l'incís final de l'art. 77 de la LOPTV argentina, tal com va quedar redactat arran de la reforma de 2001. La norma argentina, per la seva banda, replica en l'àmbit de la deslleialtat la norma establerta amb caràcter general, incloent per tant els casos de negligència, pel § 93 (2) de l'Aktiengesetz alemanya.

2.5. Reforçament del sistema de sancions

El quart aspecte que hem de tenir en compte per articular el règim jurídic del deure de lleialtat fa referència al volum o dimensió de la sanció. La política de severitat proposada exigeix en aquest àmbit agreujar les sancions civils previstes a les nostres lleis, les quals es limiten a establir l'obligació de reparar els danys (vegeu art. 133.1 LSA). La lògica d'aquesta proposta troba la seva explicació des de l'òptica de la teoria econòmica de les sancions, que –en síntesi– radica en la relació inversa entre probabilitat de detecció i magnitud de la sanció, als efectes d'aconseguir la dissuasió o prevenció òptima. Sota aquesta perspectiva i partint de la premissa indiscutible segons la qual les contravencions del deure de lleialtat s'efectuen ordinàriament de manera discreta i mitjançant estructures creatives dotades d'un propòsit empresarial plausible, és comprensible fàcilment que el potencial preventiu de l'amenaça d'haver d'abonar només els danys infligits a la societat pot ser massa petit, sobretot si incorporem al càlcul la dificultat de provar-los i quantificar-los. Per això, a fi de compensar la menor probabilitat de detecció dels casos de *misappropriation*, sembla convenient elevar el volum de la sanció (en el seu moment, comprovarem que això no és necessari en els casos de *mismanagement*, la probabilitat de detecció dels quals és molt més elevada: vegeu *infra* § 9). Les possibilitats de què disposem per incrementar la magnitud de la sanció en el camp del dret privat –deixem de banda l'examen de les sancions penals, que hem de reservar als supòsits més greus– són bàsicament tres: (i) la restitució de l'enriquiment; (ii) els danys punitius; i (iii) els remeis reals generals.

a) La primera de les possibilitats esmentades es pot entendre intuïtivament com una exigència de justícia commutativa. Consisteix simplement a obligar l'administrador responsable no solament a reparar el dany causat, sinó també a retornar el benefici que li ha procurat la violació del seu deure de lleialtat. Així –sumant la restitució del lucre propi a la indemnització del dany aliè–, s'aconsegueix, en efecte, l'objectiu desitjat, que és elevar el preu de la deslleialtat⁶⁶. Sincerament, és estrany que la nostra legislació de societats anònimes i, en general, la dels ordenaments del nostre entorn continental no s'hagin fixat en aquesta exigència, que ens ve dictada per la nostra intuïció comuna. L'*Informe Aldama* ho ha expressat de manera eloqüent:

“...en els casos de violació dels deures de lleialtat es produeixen situacions especialment frustrants des del punt de vista dels inversors i de l'opinió pública quan les mesures legals adoptades respecte de l'administrador infidel no aconsegueixen la devolució de les quantitats amb què s'han enriquit il·lícitament. La Comissió entén que aquest tema excedeix del mandat rebut, però no pot deixar d'expressar la seva preocupació i el seu desig que aquesta situació sigui tractada adequadament” (vegeu apartat III.2.2 *in fine*).

L'explicació de l'anomalia hem de buscar-la, un cop més, en el disseny del règim de responsabilitat dels administradors sobre el model o patró de les faltes de negligència. Amb tot, malgrat el clamorós silenci legislatiu, creiem que en els nostres sistemes de dret privat hi ha base

⁶⁶ La lògica econòmica del *disgorgement* –o devolució del lucre– en els casos de violació del deure de lleialtat ha estat estudiada en aquests termes per COOTER i FREEDMAN, *New York University Law Review* 66 (1991), pp. 1051 ss.

més que suficient per estendre l'aparell sancionador de la doctrina de l'enriquiment injust a les hipòtesis que ens ocupen. Per suposat, l'extensió es revela francament pràctica en el dret espanyol, com posa de relleu la doctrina especialitzada, els esforços de la qual durant aquests darrers anys s'han dirigit a buscar les vies per obligar l'administrador infidel a retornar a la societat el benefici que hagi pogut aconseguir mitjançant la violació dels seus deures de lleialtat. Des del punt de vista juridico-positiu, el camí ha estat obert a través de l'aplicació analògica a totes, o gairebé totes, les violacions del deure de lleialtat (operacions vinculades, oportunitats de negocis, *insider trading*, etc.) de les regles contingudes en els arts. 1683 CC i 136 C de C, els quals disposen la restitució del lucre en cas de violació per part del soci de la seva obligació de no competència, una obligació que, com tothom sap, té la seva norma matriu en el deure general de fidelitat⁶⁷.

b) Una altra via complementària que podria ser explorada per aconseguir l'objectiu desitjat consisteix a idear un sistema de "multes privades", que incrementi de forma perceptible i públicament comunicable el volum de la sanció. Aquesta és, en definitiva, la lògica dels danys punitius, que trobem en alguns sistemes jurídics per prevenir les infraccions del deure de fidelitat i, en general, els il·lícits dolosos⁶⁸. La nostra proposta en aquest punt consisteix a introduir una previsió legal *ad hoc* per als casos de deslleialtat. La norma hauria de contenir tres indicacions: (i) una, sobre la seva pròpia naturalesa, que –segons el nostre parer – hauria de ser merament dispositiva o supletòria ("excepte disposició contrària dels estatuts"); (ii) una altra, sobre el seu supòsit de fet, de manera que l'aplicació dels danys punitius quedés limitada a les infraccions doloses del deure de lleialtat (*dolus malus*); i (iii) la tercera, finalment, sobre la seva conseqüència jurídica, encaminada a garantir la previsibilitat de la sanció. En relació amb aquest darrer punt, pensem que l'import dels danys punitius a satisfer hauria de ser calculat mitjançant la multiplicació de la suma total obtinguda en concepte d'indemnització de danys i de devolució del lucre per un coeficient determinat⁶⁹. El coeficient hauria de ser establert pel jutge en funció de

⁶⁷ Vegeu, per a una primera aproximació, C. PAZ-ARES, "Comentario a los arts. 1665-1708" a C. PAZ-ARES; L. Díez-PICAZO, R. BERCOVITZ i P. SALVADOR (dirs.), *Comentario del Código Civil*, II, Madrid 1991, pp. 1420-1421; més detingudament P. PORTELLANO, *El deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocios*, Madrid 1996, pp. 131 ss.; amb una orientació semblant, J. O. LLEBOT, "El sistema de la responsabilidad de los administradores: doctrina y jurisprudencia", *Revista de Derecho de Sociedades* 7 (1996), p. 70; en el dret alemany, es reconeix també en alguns casos una *Erstattungsanspruch*: (vegeu referències a T.H. ABELTSHAUSER, *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht*, Köln-Berlin-Bonn-Munich 1988, pp. 424-426). Com era d'esperar, aquesta solució es propugna també dins les propostes legislatives per als països emergents "Remedies for transactions involving a conflict of interest should be specified in the law. The insider who acted while in a conflict of interest situation, should be liable for losses suffered by the company, including lost profits that could have been obtained by contracting on better terms with another party. In cases where it is difficult to prove loss to the company, but possible to show profit to this insider or his family members, or affiliated persons, the insider should be liable up to the amount of profit (G. AVILOV, B. BLACK, D. CARREAU, O. KOZY, S. NESTOR i S. REYNOLDS, "General Principles of Company Law for Transition Economies", *Journal of Corporation Law* 24 (1999), p.29).

⁶⁸ La lògica d'aquesta classe de sancions ha estat molt estudiada per l'anàlisi econòmica del dret (entre l'abundant literatura, destacariem l'anàlisi de A.M. POLINSKY i S. SHAVELL, "Punitive Damages: An Economic Analysis", *Harvard Law Review* 11 (1998), pp. 500 ss.).

⁶⁹ Hem localitzat una proposta semblant a la nostra en l'anomenat *Informe Preite*. Aquest document, no obstant això, per evitar problemes probatoris (quantificació del dany i relació de causalitat), es decanta per calcular l'import dels danys punitius sobre la base de paràmetres diferents (un percentatge dels beneficis obtinguts per la societat, un múltiple de la retribució de l'administrador, etc.). És, certament, un suggeriment interessant (vegeu G. GUERRA MARTÍN, "El informe sobre la sociedad abierta de la Asociación Disiano Preite: Un nuevo paso en el

la gravetat que en cada cas presentés la conducta de l'administrador dins un rang relativament estret (per exemple, entre 1'3 i 3 o entre 1'5 i 5). L'estretor del rang queda justificada perquè, dins el sistema sancionador que proposem, no hauria de quedar gaire espai per a l'anomenat error d'enforcement negatiu⁷⁰.

No ignoro les resistències que trobarà aquesta proposta entre els juristes més gelosos de la nostra tradició jurídica. Els danys punitius representen per a molts la importació d'institucions foranes impossibles de casar amb els principis domèstics. No obstant això, penso que aquest tipus de reticències no trigaran a esvair-se. De fet, ben mirat, de seguida ens adonem que els danys punitius de què parlem són menys incoherents amb el nostre sistema de dret privat del que podria semblar a primera vista. En aquest sentit, recordaré la naturalesa exquisidament contractual de la responsabilitat dels administradors i l'evidència incontestable que, en l'àmbit del contracte, el nostre dret els admet sense embuts ni reticències, tot i que sigui sota un altre nom, en els arts. 1152-1155 CC. És indubtable, en efecte, que les societats poden incorporar als seus estatuts clàusules penals que garanteixin el compliment dels deures de fidelitat. Tot i això, no seria d'estranyar que una empresa que cotitzi a Borsa opti, a fi de maximitzar el preu de venda de les accions, per oferir com *bonding* dels seus compromisos de lleialtat el pagament d'una clàusula *penal*. De fet, tenim notícia d'algun cas en què ha succeït alguna cosa semblant. Així, quin sentit té posar inconvenients al fet que ho faci la llei completant un contracte que els inversors no estan en condicions de completar? La qüestió, a més, que la norma que introdueix els danys punitius sigui merament dispositiva, com postulem, reforça la idea que estem en l'àmbit de la contractació i debilita la força de l'objecció cultural o del trasplantament⁷¹.

debate sobre el gobierno corporativo", *Revista de Derecho de Sociedades* 9 (1997), p. 552). Tot i això, pensem que la nostra proposta és més encertada. El problema derivat de la dificultat de quantificar el dany o el lucre podria facilitar-se atribuint expressament al jutge la facultat de fer una "liquidació equitativa".

⁷⁰ Hem de recordar que el recurs a la tècnica dels danys punitius està justificat quan la probabilitat que els incumplidors siguin efectivament sancionats és molt petita o -igualment- quan l'error d'enforcement negatiu és molt gran. És cert que aquesta probabilitat es redueix notablement amb la inversió de la càrrega de la prova a què hem fet referència anteriorment i que l'eficàcia preventiva de la sanció ja s'ha incrementat amb l'obligació de retornar l'enriquiment (això ha portat a alguns autors a desaconsellar mesures punitives en aquests casos: vegeu, per exemple, COOTER i FREEDMAN, *New York University Law Review* 66 (1991), p. 1070). En la nostra opinió, no obstant això, aquestes circumstàncies segurament aconsellen escurçar l'abast de la pena privada i, fins i tot, establir-la amb caràcter merament dispositiu, però no eliminen la seva necessitat. No podem oblidar-nos que el demandat ha de provar la quantia del dany i de l'enriquiment (la qual cosa determinarà que generalment quedin per sota dels imports reals) i que, amb tot, els seus incentius per litigar són limitats (al cap i a la fi, les quantitats recaptades no ingressen a la seva butxaca, sinó a les arques de la societat).

⁷¹ La naturalesa dispositiva de la norma ens proporciona la tranquil·litat de saber que pot ser modificada si, en un determinat cas, resulta ineficient, el que no podem descartar. Algú podria contestar que, per fer això, seria millor deixar les coses com estan. Al cap i a la fi, si efectivament les parts estan interessades per una regla d'aquest tipus, sempre poden introduir-la en els estatuts a través de la corresponent clàusula *penal*. L'observació, no obstant això, no seria convincent atesa l'asimetria que existeix entre "posar" i "treure" clàusules estatutàries restrictives o "agressives" respecte als administradors. L'origen de l'asimetria no es troba només en l'anomenat "biaix de l'estatus quo" sobre el qual insisteix la literatura conductista (vegeu, per exemple, R. KOROBKIN, "The Estatus Quo Bias and Contract Default Rules", *Cornell Law Review* 83 (1998), pp. 608 ss.), sinó -i sobretot- en el fet que en la seva introducció és decisiva la iniciativa dels administradors (els quals, en principi, oferiran més resistència), mentre que per a la seva supressió l'acceptació dels accionistes externs és crucial (en principi, més favorables a mantenir-la) (per a un major desenvolupament d'aquestes idees, vegeu L.A. BEBCHUCK, "Optimal Defaults for Corporate Law Evolution", *Northwestern University Law Review* 96 (2002), pp. 320 ss, disponible a http://law.harvard.edu/programs/olin_center/). És cert que els accionistes pateixen problemes d'acció col·lectiva, la qual cosa pot facilitar la derogació de la norma, fins i tot en casos en què no resulti aconsellable, però no ho és menys que la iniciativa dels *insiders* d'introduir en els estatuts una clàusula de neutralització està subjecta a un elevat risc de càstig reputacional i ofereix informació molt valuosa als inversors per calcular el

c) No cal dir, que al costat de les sancions pròpies del sistema de responsabilitat a què hem al·ludit en els apartats anteriors, subsisteixen els remeis reals que corresponguin en cada cas: (i) accions d'impugnació, dirigides a obtenir l'anul·lació d'un acord del Consell o, si escau, de la Junta general que violi els deures de lleialtat dels administradors o accionistes de referència (normalment haurà d'exercir-se a través de la infracció de l'"interès social"); (ii) accions de nul·litat, encaminades a obtenir l'anul·lació d'operacions concretes que hagin estat realitzades contravenint les regles derivades del deure de lleialtat; i (iii) accions de cessació i remoció, la finalitat de les quals és obtenir del Jutge una resolució que ordeni el cessament d'activitats prohibides pel deure de lleialtat -per exemple, una activitat competitiva- o la remoció dels efectes causats per aquestes activitats.

3. Bases per al tractament de la negligència

3.1. A favor d'una política d'indulgència amb les infraccions del deure de diligència

Al començament de l'exposició vam dir que l'enfocament unitari del règim de responsabilitat dels administradors característic dels nostres sistemes jurídics ha comportat dos errors. Un de defecte en el tractament de la deslleialtat i l'altre d'excés en el tractament de la negligència. Fins ara hem intentat combatre l'error de defecte establint les bases per articular una política de severitat. A partir d'ara tractarem de corregir l'error d'excés traçant les coordenades d'una política d'indulgència. Les raons que justifiquen aquesta proposta d'indulgència o benignitat en el disseny del règim jurídic de la responsabilitat per *mismanagement* es reconduïxen a tres circumstàncies examinades a la primera part d'aquest estudi: (i) l'existència d'un cert alineament natural dels incentius dels administradors i dels interessos dels accionistes en aquest àmbit, la qual cosa permet presumir que les conductes negligents representen per a la companyia només un risc moderat; (ii) l'existència de mecanismes disciplinaris o d'*enforcement* alternatius proveïts per les forces del mercat, que determinen que no hi hagi una especial necessitat de comptar amb instruments legals de protecció; i (iii) l'existència d'una enorme incertesa sobre el judici de negligència, de la qual es deriven notables costos per a la societat (augment de les retribucions, dificultats en el reclutament de consellers de qualitat; excessives precaucions en el procés decisor; estratègies industrials conservadores, etc.) (vegeu *supra* § 3).

Ara, la tasca que hem d'emprendre consisteix precisament a explorar com es pot articular i introduir aquella política d'indulgència als intersticis del nostre sistema jurídic. Hem apuntat que una política d'aquesta índole queda justificada per la necessitat de corregir els excessos de la doctrina tradicional sobre la responsabilitat per negligència dels administradors. Les dimensions en què trobem els excessos, semblants a aquelles en què abans trobàvem els defectes, són fonamentalment les següents: (i) la relativa a la matèria sota el control judicial de negligència; (ii) la relativa a l'abast subjectiu de la responsabilitat; (iii) la relativa als incentius existents per litigar;

descompte que han d'aplicar als títols de la companyia en qüestió. Tampoc podem oblidar-nos, al cap i a la fi, que el dret dispositiu compleix una funció socialitzadora i de fixació d'estàndards de qualitat certificats, fa que els que se n'apartin hagin d'oferir una justificació *especial* de les seves conductes.

i (iv) la relativa a les sancions que correspon imposar als administradors que cometen faltes de diligència.

No volem dir amb això que abundin els casos en els repertoris de jurisprudència, tot i que han crescut considerablement a partir de l'any 1989⁷². El que volem dir és que s'ha estès la sensació que els administradors estan sotmesos a un alt risc de responsabilitat, i n'és potser prova indiciària la ràpida expansió experimentada per l'assegurança de responsabilitat civil de consellers i directius en els darrers anys⁷³. La sensació de perill està vinculada a la modernització i internacionalització de la nostra economia, però també a les mostres de duresa llançades pel legislador arran de la reforma de la Llei de Societats Anònimes de 1989 (supressió de la franquícia per culpa lleu; consagració expressa de la responsabilitat solidària; reducció del deu al cinc per cent del percentatge de capital necessari per exercitar l'acció de responsabilitat; eliminació de la possibilitat d'excloure la responsabilitat mitjançant autorització a ratificació per la junta de l'acte lesiu, etc.). La doctrina també hi ha contribuït afavorint una interpretació molt rigorosa de la normativa legal (extensió en vertical de la solidaritat, inversió de la càrrega de la prova, definició estricta dels estàndards de diligència d'acord amb patrons semblants a les activitats professionals, etc.).

3.2. Discrecionalitat de les decisions empresarials: un espai d'immunitat

El primer objectiu que s'ha de proposar una política d'indulgència és proporcionar als administradors un matalàs de seguretat que impedeixi que les seves decisions empresarials i estratègiques puguin posar-se en qüestió a la primera ocasió.

a) Podria pensar-se que la via més adequada per aconseguir aquest objectiu consisteix en reduir l'estàndard de diligència exigible, per la qual cosa només caldria, en principi, restablir l'anomenat "privilegi romà", segons el qual els administradors només responen per culpa greu. Aquesta és la solució adoptada en seu de societats col·lectives al nostre Codi de Comerç (art. 144) i va ser també la tècnica seguida a la Llei de Societats Anònimes de 1951, la qual exonera de responsabilitat als administradors que haguessin actuat amb culpa lleu o ordinària (art. 79)⁷⁴ en contra de la regla general sobre la diligència exigible en el compliment de les obligacions establerta en els Codis Civils (vegeu art. 1103 CC). Les raons al·legades en el seu moment per la doctrina per justificar aquesta anomalia dins el sistema -"la dificultad de discernir si una operación dañosa obedece a negligencia o al riesgo empresarial y la dificultad de reclutar administradores valiosos si se les expone a un riesgo de responsabilidad por faltas leves de negligencia"⁷⁵- coincideixen substancialment amb les que donen suport a la nostra política

⁷² Ofereix algunes dades interessants G. ESTEBAN VELASCO, "Algunas reflexiones sobre la responsabilidad de los administradores frente a los socios y terceros", *Revista de Derecho de Sociedades*, 5 (1995), p. 49.

⁷³ Vegeu, en la literatura més recent, A. CAMPINS, "Seguro de responsabilidad civil de administradores y altos cargos", *working paper* de la UAM (a l'arxiu de l'autor), de propera publicació a la *Revista de Derecho Mercantil*, pp. 2-5.

⁷⁴ No s'ha d'oblidar que l'esmentat precepte només permetia dirigir-se contra els administradors que haguessin causat un dany "per malícia, abús de facultats o negligència greu".

⁷⁵ Cfr. J. GARRIGUES a J. GARRIGUES i R. URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid 1976, 3a ed., vol. I, p. 164. La jurisprudència també va captar el sentit del privilegi: "la calificación de culpa que el legislador ha establecido en el artículo 79 [...] más que producto de una concreta técnica legislativa, es consecuencia de una

d'indulgència. Ara bé, això no vol dir que la reducció de la diligència exigible sigui el camí més adequat per assolir l'objectiu fixat⁷⁶. El problema rau en el seu caràcter "sobreinclusiu". En operar des del mòdul de diligència, la rebaixa s'estén a tota l'activitat dels administradors i, per tant, també a aquella que queda fora de la zona d'incertesa, com és per exemple la relativa al compliment dels deures específicament establerts per la llei i pels estatuts (per exemple, convocar Junta, formular comptes, informar els reguladors, etc.). I la veritat és que no hi ha cap raó perquè la franquícia s'estengui a aquests àmbits, ja que en aquests l'activitat dels administradors no està sotmesa a riscos d'error i sobrecompliment rellevants, que són precisament els que justifiquen la indulgència.

b) El camí que s'ha de seguir consisteix justament en aïllar aquell sector de l'activitat dels administradors en què la responsabilitat pot ser més costosa per a la societat -aquella relativa a les decisions empresarials, a les decisions que afecten a l'organització i al negoci de la companyia, que és on la incertesa sobre el judici de negligència és més elevada- i a protegir la *discrecionalitat tècnica dels administradors*. Per aconseguir aquest objectiu, és necessari garantir-los que les seves decisions empresarials no seran revisades pels jutges des del punt de vista de la seva correcció tècnica o adequació a l'estàndard de diligència de l'ordenat empresari. Es tracta, doncs, de crear un espai d'immunitat⁷⁷. La proposta equival a incorporar als nostres sistemes jurídics la *business judgement rule*, ben aviat desenvolupada per la jurisprudència nord-americana. Les raons generals que justifiquen la sostracció d'aquest sector d'activitat a l'escrutini judicial són les mateixes que justifiquen la política d'indulgència; les particulars que fan preferible aquesta tècnica d'indulgència a d'altres es poden sintetitzar-se així: (i) no hi ha una *lex artis* consolidada que pugui servir de referència per a jutjar les decisions empresarials; no hi és i no fora bo que hi fos, doncs allò que es cerca en aquest àmbit de decisió és la innovació i l'assumpció de riscos; (ii) els jutges estan poc preparats per a revisar l'activitat exercida pels administradors a l'àmbit empresarial o de negoci i, en tot cas, no sembla sensat substituir les decisions de gerència per decisions judicials (una política judicial agressiva amb errors de gestió equivaldria a replicar els costos de la gestió i intervenció de les empreses per l'Estat); i (iii) el risc associat al "biaix de selecció" està agreujat en matèria empresarial, perquè les demandes de responsabilitat tenen tendència a proliferar quan hi ha hagut resultats dolents i, si això és així, pot resultar difícil sostreure's a la temptació de concloure que l'origen dels danys que han aparegut *ex post* està en decisions negligents adoptades *ex ante*.⁷⁸

inequívoca intención legislativa, al objeto de evitar la resistencia a aceptar el cargo de administrador que se produciría si la responsabilidad se extendiera a las faltas leves de diligencia" (STS 13-X-1986, Ar. 3849).

⁷⁶ No obstant això, hi ha tractadistes molt autoritzats que la defensen: vegeu, per ex., HJ. MERTENS, "Organhaftung" a D. FEDDERSEN, P. HOMMELHOFF i U.H. SCHNEIDER (eds.), *Corporate Governance*, Köln, 1996, p. 163.

⁷⁷ Com precisa l'*Informe Aldama*, "las exigencias derivadas del deber de diligencia -obtención de información, dedicación, participación en la formación colegiada del criterio- no deberían eliminar el ámbito de discrecionalidad o competencia técnica de las decisiones empresariales propias de la administración de la sociedad" (apartat III.2.1 *in fine*).

⁷⁸ Per a una primera aproximació a aquestes qüestions és inexcusable recórrer, dins la nostra doctrina, a J.O. LLEBOT, *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid 1996, pp. 73-84. El lector interessat en el significat econòmic de la regla del judici empresarial pot consultar -em limito a esmentar, dins una literatura molt extensa, un parell de treballs recentment traduïts al castellà- H. FLEISCHER, "La Business Judgment Rule a la luz de la comparación jurídica y de la economía del derecho", *Revista de Derecho Mercantil*, 246 (2002), pp. 1727 ss.; i F.H. EASTERBROOK i D.R. FISCHER, *La estructura económica del derecho de las sociedades de capital*, trad. esp., Madrid 2002, pp. 119 ss. No en és de més indicar, en fi, que la proposta que efectuem gaudeix, a més a més, del

La premsa ens informava fa uns mesos que un grup de petits accionistes d'un conegut Banc del nostre país ha promogut una acció de responsabilitat contra el seu Consell d'Administració pels danys causats per "las desastrosas inversiones efectuadas por el Banco en Argentina", que segons dades aportades a la demanda han suposat un perjudici de 1.792 milions d'euros per a la societat⁷⁹. Demano al lector que s'aturi un moment a pensar en les dificultats que comportaria administrar les companyies financeres i industrials en un país en què proliferessin demandes d'aquesta naturalesa. El risc que al final acabés prevalent un mal entès *principi de prudència*, com ha succeït a la cèlebre sentència del Tribunal Suprem en el cas de la paperera *San José*, que ha recorregut al principi de prudència comptable⁸⁰, no és menyspreable. "El concepto de persona prudente -como se ha dicho con acierto- no es deseable en el ámbito de la dirección empresarial. Por razones de interés público, la innovación y la asunción de riesgos deberían de ser alentadas"⁸¹.

L'objecció que de vegades es fa a aquesta proposta és d'ordre cultural: es tractaria, un cop més, de la importació d'un invent americà incompatible amb la nostra tradició. L'objecció, però, pot rebatre's amb facilitat apel·lant novament a les ineficiències derivades de "la dependencia del contexto" o *path dependence* subjacent a l'argument de la incompatibilitat amb la tradició. Però en aquest cas s'hi pot afegir més. Pot afegir-se que si la creació d'una forma d'immunitat per als errors de gestió està justificada en algun lloc, és justament als nostres països continentals, i això: (i) perquè els nostres jutges són menys sofisticats, estan menys familiaritzats amb les interioritats de les operacions mercantils i financeres i, a més a més, tenen una tendència més burocràtica i formalista⁸²; (ii) perquè els *managers* de les nostres companyies, en estar sota la vigilància dels accionistes de control, necessiten encara menys que en l'àmbit anglosaxó de l'escrutini judicial (no s'ha d'oblidar que els nostres mercats de capitals presenten una estructura de propietat molt concentrada); i (iii) perquè l'últim que necessiten les nostres tradicions són institucions que fomentin el conservadorisme i la inèrcia; el nostre desafiament és crear les condicions més propícies per al desplegament d'una cultura de risc i innovació. Tant és així que, de tant en tant, els membres més sensibles de la nostra judicatura tenen la necessitat d'esmenar els errors a la doctrina que preval⁸³. Una sentència recent de l'Audiència Provincial de Còrdova, tot i trobar-se

recolzament de la doctrina que més esforç ha dedicat -i més reconeixement ha obtingut- en matèria d'òrgans socials (vegeu G. ESTEBAN VELASCO, "Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas" a G. ESTEBAN VELASCO (coord.), *El govern de les societats cotitzades*, Madrid 1999, pp. 43-44).

⁷⁹ Vegeu, per ex., *El Mundo*, 1-IV-2002, p. 25.

⁸⁰ STS 11-5-1991, (Ar. 3637).

⁸¹ Ph. C. SORESENSEN, "Discretion and Its Limits. An Analytical Framework for Understanding and Applying the Duty of Care to Corporate Directors (and Others)", *Washington University Law Review* 66 (1988), p. 573, nt. 66).

⁸² Són altament il·lustratius respecte d'això els treballs d' Enriques sobre la judicatura italiana esmentats a la nota 22 anterior.

⁸³ I el mateix succeeix a d'altres països continentals del nostre entorn, que avancen ràpidament cap a la incorporació als seus ordenaments interns de la *business judgment rule*. A Itàlia destaca la sentència de la *Corte Cassazione* de 12-XI-1965 (núm. 2359) i a la doctrina, F. BONELLI, "La responsabilità degli amministratori" a G.E. COLOMBO i G.B. PORTALE (dirs.), *Trattato delle società per azioni*, vol. IV, Torino 1991, pp. 361 ss.; a Suïssa, vegeu A.R. GRASS, "Management-Entscheidungen vor dem Richter. Schranken der richterliche Überprüfbarkeit von Geschäftsentscheidungen in aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsprozessen", *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaft* 2000, pp. 3 ss. Fins i tot el país que s'hi mostrava més contrari -Alemanya- ha acabat rendint-se. La fita ha estat la decisió en el cas *Arag* del Tribunal Suprem Alemany, en la qual va seguir el conegut estudi del professor Peter ULMER suggerint introduir l'esmentada regla al § 93 *Aktiengesetz*. La proposta d'Ulmer ha estat acollida

en una zona d'escàs desenvolupament industrial, és particularment eloqüent. S'hi defensa el reconeixement als administradors:

“un cierto status privilegiado en lo que concierne al régimen de responsabilidad imputable por su actuación orgánica al frente de la sociedad, de modo que no se llegue a poner en peligro la integridad de su patrimonio personal”. De no compartirse aquesta opinió, afegeix la Sala, “estaríamos convirtiendo la actividad de los administradores en una profesión de alto riesgo [...] El daño puede ser atribuible a una gran diversidad de factores, la mayoría de los cuales no deberían imputarse directamente a la gestión de los administradores por ser ellos -sobre todo cuando son partícipes- los primeros interesados en el éxito económico. Ha de tenerse en cuenta que, en casi todas las ocasiones, las decisiones que la sociedad requiere supone la asunción de riesgos que son, precisamente, los que justifican los beneficios”⁸⁴.

c) La immunitat de les decisions empresarials enfront de l'acció de responsabilitat no pot conduir, no obstant això, a la impunitat generalitzada dels administradors a l'ampli territori de la negligència. L'abast de la immunitat ha de quedar adequadament tancat. La fenomenologia dels actes de negligència pot reduir-se a cinc grans categories de casos, que ordenem en funció de la seva gravetat creixent: (i) casos de *deficiència de judici*, caracteritzats per valoracions incorrectes i equivocacions tècniques; (ii) casos de *deficiència informativa*, en els quals el retret rau en no haver-se informat adequadament⁸⁵; (iii) casos de *deficiència procedimental*, que tenen lloc quan no es segueixen els protocols establerts per a l'adopció de decisions i presenten una rellevància notable a causa de la creixent “procedimentalització” del dret de societats; (iv) casos de *deficiència a l'implicació*, produïts per l'actitud mandrosa i indolent i, en general, perquè l'administrador no s'involucra en les tasques que té encomanades (en la nostra pràctica es parla de “consellers d'ornament” o “consellers passius”); i (v) casos de *deficiència d'imparcialitat*, que es produeixen quan els administradors tenen algun interès personal en les decisions (en rigor, aquí estem ja a la porta o dins la deslleialtat)⁸⁶. Doncs bé, la immunitat de que venim tractant ha de limitar-se, segons el nostre parer, a la primera categoria de casos de negligència i, tot i així, amb una excepció a la qual al·ludirem de seguida. Això significa que la sostracció dels actes de gestió empresarial a l'escrutini judicial ha de quedar legalment supeditada al compliment de determinades condicions prèvies i, en particular, a les següents: (i) que els administradors hagin obtingut una informació raonable sobre la decisió; (ii) que hagin seguit els procediments formalment establerts per a la seva adopció; i sobretot (iii) que no tinguin interès personal en qualsevol conseqüència directa o col·lateral d'aquesta. No sembla necessari detenir-se ara en

fervorosament per la Comissió designada pel Govern alemany per a la reforma del govern corporatiu (vegeu BAUMS (ed.), *Regierungskommission Corporate Governance*, cit., núm. 70, pp. 107-108).

⁸⁴ SAP Còrdova 27-1-1997, ARC 1997-1, p. 94.

⁸⁵ Certament, aquests casos són en ocasions molt difícils de separar dels anteriors i, a més a més, presenten dificultats a l'hora d'avaluar la causalitat (una errada en l'obtenció de la informació no significa que la decisió danyosa no s'hagués adoptat).

⁸⁶ La tipologia o taxonomia exposada ha estat elaborada per MJ WHINCOP, *An Economic and Jurisprudential Genealogy of Corporate Law*, Aldershot 2001, pp. 87-91.

l'abast d'aquestes condicions⁸⁷. No obstant això, és oportuna una precisió tècnica: l'incompliment de qualsevol d'aquelles no ha de determinar per si mateix la responsabilitat dels administradors, sinó només la ruptura de la immunitat, amb la conseqüència que, a partir d'aquest moment, el Jutge queda novament investit d'autoritat per entrar en l'anàlisi de fons de la decisió empresarial que ha causat el dany i, arribat el cas –és a dir, acreditada la seva incompatibilitat amb l'estàndard de diligència de l'ordenat empresari-, per imposar la responsabilitat per negligència.

d) Per tancar el tractament d'aquesta matèria cal fer una nova acotació a l'espai d'immunitat. La decisió empresarial o *business judgment* comprèn tota l'activitat discrecional que exerceixen els administradors per a la realització de les seves funcions de gestió, direcció i supervisió i, per tant, inclou també aquell sector d'activitat en el qual els administradors –normalment els administradors externs- estan cridats a prendre decisions de supervisió que poden plantejar conflictes d'interès entre els alts directius o *altres* administradors –o persones o entitats properes a ells- i la companyia. Doncs bé, aquest tipus especial de decisions s'han d'exceptuar del benefici de la immunitat. La justificació d'això no rau només en la natural inclinació a la deferència amb els companys o en allò que s'ha anomenat “risc de complot” –“avui per tu, demà per mi”⁸⁸-, sinó també en el fet que aquestes decisions tenen sovint un contingut tant deontològic com estrictament tecnològic. Heus aquí alguns exemples típics d'aquesta constel·lació de casos: fixació de retribucions d'altres administradors i executius; adopció de mesures defensives en batalles pel control; aprovació de transaccions vinculades; *greenmail* o recompra d'accions pròpies a accionistes significatius; etc. La característica de tots aquests és la seva condició de casos mixtos o fronterers, perquè inclouen alhora decisions empresarials (que no han de ser intervingudes) i possibles conflictes personals (que han d'estar subjectes a un escrutini estricte). En relació amb ells pot parlar-se d'un tercer deure, que es trobaria a meitat de camí entre el deure de diligència i el deure de lleialtat: *el deure d'independència*. L'elevació a categoria d'aquest *tertium genus* és important perquè ens permetrà disposar d'un nou espai de discussió i reflexió dins el qual haurem d'elaborar els criteris i desenvolupar les pràctiques que ens ajudin a respondre a aquesta pregunta: com ha d'actuar un administrador o un consell veritablement independent? Des del punt de vista del seu tractament normatiu, allò escaient és arbitrar un règim de responsabilitat intermediari: no tan indulgent com el propi de la responsabilitat per negligència ni tan exigent com l'aplicable a la responsabilitat per deslleialtat⁸⁹.

⁸⁷ Són les condicions estàndard d'aplicabilitat de la *business judgment rule*: vegeu, per tots, Ch. CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, pp. 123 ss.; i en la nostra literatura, LLEBOT, *Deberes de los administradores*, cit., pp. ss. i G. GUERRA MARTÍN, *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses*, Navarra 2003, pp. 438 ss.

⁸⁸ Per a una deliciosa descripció d'aquesta tendència a l'“harmoniosa cooperació” vegeu BRANDEIS, *El dinero de los demás*, cit., p. 71.

⁸⁹ Per a un major desenvolupament d'aquestes idees, vegeu A.R. PALMITER, “Reshaping the Corporate Fiduciary Model: A Director's Duty of Independence”, *Texas Law Review*, 67 (1989), pp. 1351 esp. 1446-1448. Em sembla que BLACK també s'orienta en una línia semblant quan proposa un *duty of special care*: vegeu B. BLACK, “The Core Fiduciary Duties of Outside Directors”, *Àsia Business Law Review* 2001, pp. 26-28, també disponible a <http://www.ssrn.com>). Queden fora d'aquest àmbit les decisions estratègiques de diversificació, sobreinversió, sobreexpansió (*empire buildings*), renúncia a emprendre projectes rendibles, però que comporten riscos per a la conservació de l'ocupació, etc. Tot i que certament plantegen interessos controvertits, pertanyen al nucli de la *business judgment rule*. La forma de combatre-les és creant una cultura corporativa entorn del principi de maximització del valor de l'empresa i adoptant estructures d'incentius aptes per a neutralitzar els seus riscos.

3.3. Moderació de l'abast subjectiu de la responsabilitat per negligència

La política d'indulgència que defensem aconsella també moderar l'abast subjectiu de la responsabilitat per negligència dels administradors. Es tracta, un cop més, d'aconseguir que el dret no s'interpreti o fabriquï d'esquena a la realitat organitzativa de les grans empreses, subjectes a un creixent procés de descentralització i diferenciació funcional. En aquest àmbit voldria realitzar tres puntualitzacions molt breus, totes elles a contracorrent de les opinions que semblen prevaler en la nostra doctrina⁹⁰:

a) La primera té a veure amb la “dualització” del consell d'administració, en el que conviuen consellers interns (amb funcions executives) i consellers externs (amb funcions de control), un procés que, en darrera instància, obeeix a la progressiva consolidació de l'anomenat *model de supervisió* i a la correlativa crisis dels models tradicionals: -el model gerencial, el model representatiu i el model participatiu. Aquesta circumstància no significa, òbviament, que hagin de separar-se radicalment les responsabilitats d'un i altre tipus de consellers⁹¹. Però és indiscutible que determina la necessitat de modular els seus deures de diligència en atenció al seu diferent paper en el consell.

b) És precís així mateix establir una regla de confiabilitat en l'informació interna, en virtut de la qual els administradors es vegin lliures de responsabilitat quan adoptin decisions atenent a la informació, opinions i prestacions de comissions i consellers delegats, directius i empleats de la societat, la competència i credibilitat dels quals no ofereixin raons per al dubte⁹².

c) La darrera observació es fixa en el caràcter solidari de la responsabilitat dels administradors que consagra la nostra legislació (art. 133.3 LSA). Com és sabut, la regla de la solidaritat és una conseqüència necessària del principi de col·legialitat que regeix el funcionament dels òrgans d'administració i, en aquest sentit, és formalment irreprotxable. Ara bé, és una regla que no pot aplicar-se mecànicament, fins el seu extrem, i siguin quines siguin les seves conseqüències ⁹³.

⁹⁰ Un bon exemple el trobem en el treball de J. QUIJANO, “La responsabilidad de los consejeros” a G. ESTEBAN VELASCO (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid 1999, pp. 578 ss.

⁹¹ Vegeu C. PAZ-ARES, “La Ley, el mercado y el gobierno de las sociedades”, *Ius et Veritas* 24 (2002), p.141-142. L'avantatge del sistema monista configurat de conformitat amb el model de supervisió rau precisament en separar les funcions, però no escindeix les responsabilitats, i com fàcilment s'adverteix, la via més efectiva per fer efectiu el control consisteix en responsabilitzar de la gestió al mateix òrgan de supervisió.

⁹² La regla s'inspira en la *section 4.02 i 4.03 dels Principles of Corporate Governance* de l'American Law Institute.

⁹³ No cal dir que, en atenció justament al principi de col·legialitat que la justifica, la regla de la solidaritat només opera horitzontalment i, en cap cas, pot estendre's en vertical, als òrgans delegats (consellers delegats i comissions executives). Si fem aquesta precisió és perquè advertim una perillosa tendència de rigor en la nostra doctrina més recent, els resultats de la qual condueixen a estendre la solidaritat entre òrgans delegants i òrgans delegats, amb la greu conseqüència d'imputar a l'òrgan delegant al Consell d'administració les faltes dels òrgans delegats o, si més no, la càrrega de la prova de no haver actuat negligentment (vegeu per exemple, A. ALONSO UREBA, “Presupuestos de la Responsabilidad Social de los Administradores de una Sociedad Anónima”, *Revista de Derecho Mercantil* 198 (1991), p. 100; QUIJANO, “Responsabilidad de los consejeros”, cit., pp. 578 ss.). Un plantejament d'aquesta naturalesa no és només insuportable econòmicament, sinó també insostenible jurídicament. Per analitzar correctament aquesta qüestió ha de partir-se d'una circumstància indiscutible, i és que la delegació de facultats modifica el contingut dels deures dels membres de l'òrgan d'administració: transfereix el deure d'administrar i només retenen els deures de designar, instruir i vigilar, la qual cosa es coneix com “funció general de supervisió” (*Informe Olivencia*, apartat II.1.1). En conseqüència, el judici de diligència ha de projectar-se sobre les tasques materials de cadascú (vegeu J.L. IGLESIAS PRADA, *La Delegación de Facultades en la Sociedad Anónima*, Madrid 1972, pp. 130-131; E. POLO, “Los Administradores y el Consejo de Administración”, a R. URÍA,

Fins i tot dins el seu àmbit d'aplicació propi –que és el del Consell quan actua com a tal-, s'ha de modular en atenció al principi de divisió del treball, allí on organitzativament està justificat. Una divisió del treball correctament establerta hauria d'operar, en efecte, com a “tallafocs” de la responsabilitat, i així ho entén la doctrina més atenta⁹⁴. Això significa que la responsabilitat de cadascú ha de jutjar-se atenent a la seva actuació individual quan se li haguessin assignat funcions en forma personal (imagineu, per exemple, el cas d'un conseller independent que ha estat reclutat en funció de la seva especial capacitat comptable). La matisació que suggerim es justifica perquè ajuda a reduir la incertesa, facilita el procés de presa de decisions i, en última instància, afavoreix el desenvolupament d'organitzacions més eficients. No obstant això, ha d'adoptar-se amb cautela a fi d'evitar el risc de desintegració del Consell i el perill que s'utilitzi com a estratagema o escaramussa per eludir possibles responsabilitats passant “la patata calenta” a un altre. El principi de responsabilitat solidària ha d'aplicar-se estrictament quan els criteris de divisió del treball no estiguin adequadament formalitzats o no obeeixin a raons fonamentades i plausibles des del punt de vista organitzatiu. Tot i això, imaginem que la consagració legislativa d'una moderació d'aquesta naturalesa pot crear ressentiments i topa amb resistències per part de qui no està disposat a abdicar del dogma heretat de la solidaritat⁹⁵.

3.4. Necessitat de contenir la litigació en matèria de responsabilitat per negligència

La política d'indulgència que aquí es defensa té com a punt de partida el pressupòsit de què, en el pla de la negligència, el nivell de litigació socialment òptim ha de ser molt baix. És cert que quan el dret no està determinat, la litigació crea l'oportunitat perquè els jutges detallin el dret i, així, contribueixin a reduir la incertesa jurídica i les ineficiències que li són inherents. En conseqüència, es podria argumentar aquí, igual que hem argumentat en tractar el problema de la deslleialtat, que la litigació pot ser cost-efectiva i socialment desitjable. En la nostra opinió, no obstant això, l'argument és poc convincent en l'àmbit de la negligència, i això perquè en aquest terreny –especialment quan estan en joc decisions empresarials o de negoci- la informació que puguin proporcionar els jutges és d'escàs valor i generalment estarà molt condicionada als antecedents de fet del cas. La nostra sospita per això és que els beneficis que poden obtenir-se en termes de desenvolupament de la doctrina jurídica i d'incentius per al compliment diligent pot no justificar el cost substancial que comporta per als accionistes la litigació estratègica. La consigna, per tant, ha de ser minimitzar la litigació. Per a això disposem d'algunes vies.

A. MENÉNDEZ i M. OLIVENCIA (dirs.), *Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, vol. VI, Madrid 1992, pp. 465-467; J. QUIJANO, *La Responsabilidad Civil de los Administradores en la Sociedad Anónima*, Valladolid 1985, pp. 286-287; F. SÁNCHEZ CALERO, “Supuestos de Responsabilidad de los Administradores en la Sociedad Anónima”, *Estudios en Homenaje a J. Girón Tena*, Madrid 1991, pp. 928-93; i E.G. ESTEBAN VELASCO, “Responsabilidad de los Administradores”, *Enciclopedia Jurídica Básica* Civitas, Madrid 1995, vol. IV, p. 5914). Per jutjar l'òrgan delegat, caldrà examinar si compleix diligentment amb el seu deure de gestionar; per jutjar l'òrgan delegant, caldrà veure si compleix amb diligència els seus deures de supervisió. Per tant, el fet que trobem “en renúncia” al primer no autoritza per si mateix per desqualificar l'actuació del segon. Cadascun ha de fer-se càrrec del seu judici.

⁹⁴ Vegeu, per ex., Th. RAISER, *Das Recht der Kapitalgesellschaften*, Munic 1986, p. 71.

⁹⁵ En concordança amb el que s'ha dit, cal destacar el bon camí iniciat en solitari pel dret argentí. Ens referim a la reforma de l'art. 274 de la Llei de Societats Comercials operada per la Llei 22.903, mitjançant la qual, i sense perjudici de la regla general de solidaritat, “la imputación de responsabilidad se hará atendiendo a la actuación individual cuando se hubieran asignado funciones en forma personal de acuerdo con lo establecido en el estatuto, el reglamento o decisión asamblea”.

a) La primera consisteix en mantenir els requisits i *quòrums* de legitimació tradicionals (vegeu art. 134 LSA). L'única qüestió que podria meditar-se és la relativa a la necessitat d'ajustar la regla general que condiciona l'exercici de l'acció de responsabilitat per part de la minoria a la possessió d'un 5% del capital a les dimensions de les societats cotitzades. Potser en aquest sector hi hagi una mica de marge per a la disminució.

b) Una altra forma indirecta de reduir la litigació consisteix en elevar els costos probatoris dels potencials demandants i, a l'efecte, ha de valorar-se l'oportunitat de posar al seu càrrec la càrrega de la prova. El criteri que ha acabat per prevaler en la nostra doctrina no es compadeix, un cop més, amb les exigències d'una política d'indulgència i amb la racionalitat econòmica que la suporta, i això perquè imposa als administradors la càrrega de desvirtuar les acusacions de negligència de què hagin pogut ser objecte. "L'actor -s'afirma generalitzadament- tindrà prou amb al·legar l'incompliment per l'administrador de les obligacions pròpies del càrrec". El demandat ha de provar "l'absència de culpa, és a dir, la previsió dels mitjans disponibles per impedir l'execució de la mesura danyosa"⁹⁶. Un plantejament d'aquest tipus, segurament propiciat per la generositat amb què els nostres tribunals inverteixen la càrrega de la prova⁹⁷ en l'àmbit de la responsabilitat extracontractual, pretén justificar-se amb la idea de la disponibilitat i facilitat de la prova i fonamentar-se legalment en el règim de solidaritat dels administradors, del que només pot escapar qui provi que no ha participat en l'adopció de la decisió (arts. 133.2 LSA)⁹⁸. El paradigma d'aquesta posició és el dret alemany, on el § 93 II *Aktiengesetz* expressament preveu que, en cas de dubte, l'onus *probandi* correspon als administradors⁹⁹. Segons el nostre parer, no obstant això, aquest criteri haurà de ser revisat *de lege lata* i, per descomptat, rebutjat *de lege ferenda*¹⁰⁰. En efecte, si davant qualsevol dany experimentat per la societat a conseqüència d'una decisió dels administradors, obliguem a aquests a demostrar que no han actuat amb culpa (culpabilitat) i que no han violat el seu deure de diligència (antijuridicitat), estem exacerbant el problema de l'*overcompliance* associat a la incertesa en què han d'adoptar les seves decisions els administradors i propiciant el dispendi en mesures de precaució anticipades que puguin ajudar a preconstituir la prova ("muralles de paper", etc.)¹⁰¹. El resultat novament es revela contraproductiu per a l'interès social. Per això, suggerim reconduir la doctrina més consolidada a l'anomenada *Normentheorie*, segons la qual correspon a cada part la prova dels pressupostos d'aplicació de la norma que li és favorable. En els fons, la nostra proposta és molt simple;

⁹⁶ Vegeu, per exemple, L. FDEZ. DE LA GÁNDARA, a J. i A. GARRIGUES Advocats, *Responsabilidad de los consejeros y altos cargos de sociedades de capital*, Madrid 1996, p. 22; Alonso UREBA, RDM 198 (1991).

⁹⁷ Ara reconeguda a l'art. 217.6 LEC (els administradors estarien típicament més a prop dels mitjans de prova que qui exercita l'acció de responsabilitat).

⁹⁸ Vegeu específicament, R. GARCÍA VILLAYERDE, "Exoneración de la responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima por falta de culpa (art. 133.2 LSA)", a *Estudios homenaje a F. Sánchez-Calero*, vol.II, Madrid 2002, pp. 1341-1342.

⁹⁹ "Die Beweislastumkehr nach § 93 II 2 geht über den allgemeinen zivilrechtlichen Grundsatz hinaus, wonach der Schuldner die Sorgfältige Pflichterfüllung zu beweisen hat (vgl. ss 282, 285 BGB) und wird von den Gerichten extensiv verstanden (Raiser, *Recht der Kapitalgesellschaften*, pp. 113-114; moderadament crític també W. GOETTE, "Zur Verteilung der Darlegungs- und Beweislast der objektiven Pflichtwidrigkeit bei der Organhaftung", *Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 1995, pp. 648 ss.).

¹⁰⁰ No obstant això, no s'han d'oblidar les tendències oposades d'un important sector de la doctrina (un cop més pot servir com a mostra l'anàlisi de QUIJANO, "Responsabilidad de los consejeros", cit., p. 589, molt influït, en aquest punt, per l'*Informe Preite*).

¹⁰¹ Sobre la incidència del règim de la prova en aquests aspectes, vegeu J.E. CALFEE i R. CRASWELL, "Deterrence and Uncertain Legal Standards", *Journal of Law, Economics & Organisation* 2 (1986), pp. 295 ss.

únicament demana el restabliment efectiu de la norma general que en el seu moment recollia el venerable art. 1214 CC: *incumbit probatio qui dicit, non qui negat*¹⁰².

c) Cal assenyalar, en fi, que la proposta que efectuem és perfectament consistent amb el nostre dret substantiu en vigor i, en particular, amb l'art. 133.2 LSA. Aquest precepte consagra el caràcter solidari de la responsabilitat dels membres del Consell d'Administració i, a continuació, certament disposa que els consellers només podran exonerar-se de responsabilitat provant que no han contribuït i que fins i tot s'han oposat a la decisió mitjançant la qual es va aprovar l'acte lesiu. No obstant això, d'aquesta previsió no pot extreure's, com es fa sovint, la conclusió que l'onus *probandi* estigui invertit en matèria de responsabilitat dels administradors. El precepte en qüestió té un abast molt més limitat. Per adonar-nos d'això hem de tenir en compte que una cosa és la prova de la responsabilitat de l'òrgan i una altra, molt diferent, la prova de la responsabilitat dels seus membres. L'únic que preveu l'art. 133.2 LSA és que, un cop provada la responsabilitat de l'òrgan, es presumeix la responsabilitat dels seus membres. Però d'aquesta presumpció secundària, justificada per la dificultat de verificar *a 'posteriori'* les deliberacions d'un cos col·legiat, no pot inferir-se una presumpció primària. La càrrega de la prova de la responsabilitat de l'òrgan ha d'assignar-se d'acord amb els principis generals esmentats, que necessàriament condueixen a encarregar al demandant la prova de la culpa i de la infracció dels deures de diligència dels administradors demandats¹⁰³.

3.5. Remeis per pal·liar les sancions excessives (i un al·legat a favor de la llibertat contractual)

El darrer aspecte sobre el qual ha de projectar-se el disseny d'una política d'indulgència és el relatiu a les sancions. Des del moment que la sanció consisteix “simplement” en la reparació del dany causat, algú podria objectar que la pròpia rúbrica del nostre plantejament deixa al descobert els seus errors, perquè a l'import del dany causat mai pot haver-hi un excés de sanció. Qui pensés així estaria contemplant la qüestió des de la perspectiva de la funció compensatòria de la responsabilitat civil (cosa que té un caràcter bastant quimèric a causa de la desproporció entre els danys possibles i els patrimonis disponibles) i no des de la seva funció preventiva, que és la que aquí s'ha privilegiat d'acord amb la naturalesa contractual de la responsabilitat dels administradors¹⁰⁴. Perquè, en efecte, examinant la qüestió sota aquesta òptica de seguida s'adverteix que quantificar la sanció en funció del dany pot ser contraproduent per a la pròpia societat¹⁰⁵. Novament cal insistir en l'aversion al risc dels administradors i en el fet que aquesta

¹⁰² La diferència en el tractament de la càrrega de la prova en matèria de negligència i deslleialtat (vegeu *supra* § 7c) es justifica, en darrera instància, pels diferents equilibris que es produeixen en un i altre àmbit entre els efectes productius i els efectes distributius de la litigació. En l'àmbit de la deslleialtat prevalen els primers sobre els segons. En l'àmbit de la diligència, els segons sobre els primers (vegeu, amb referència específica a la responsabilitat dels administradors, A. BERNARDO, E. TALLEY i I. WELCH, “A Theory of Legal Presumptions”, *Journal of Law, Economics and Organization* 16 (2000) pp. 1 ss., esp 24-29).

¹⁰³ En aquesta qüestió són molt encertades les observacions d'Esteban VELASCO, “Responsabilidad de los administradores” *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, Madrid 1995, IV pp. 5913-5914.

¹⁰⁴ Quan parlo aquí de funció preventiva, no ho faig en el sentit públic de l'expressió, sinó en el sentit privat; en el sentit de la seva funció moduladora dels incentius de les parts.

¹⁰⁵ Podrien citar-se altres beneficis addicionals de la limitació de responsabilitat com: (i) la possibilitat d'una millor aplicació judicial dels deures de diligència, doncs els jutges no acostumen a imposar indemnitzacions que es perceben com a enormes per infraccions el retret social de les quals no és elevat; (ii) la reducció de la litigació;

aversió s'agreuja quan estan exposats a perdre grans quantitats de diners de la seva fortuna personal. L'aversió al risc pot ser extraordinàriament costosa per a la societat ja que exacerba el problema de les polítiques conservadores i del dispendi en cauteles dirigides a minimitzar el risc de responsabilitat. A les reflexions que s'ofereixen a continuació es troben algunes solucions a les que es pot recórrer per contrarestar el problema.

a) El nostre principal suggeriment en aquest terreny aniria orientat, en principi, a establir una limitació quantitativa de la responsabilitat dels administradors per negligència en atenció a un múltiple de l'import global de la seva retribució anual (per exemple, 5 o 10 anualitats)¹⁰⁶. Naturalment, la limitació hauria de supeditar-se a la satisfacció de determinats requisits elementals, com per exemple: (i) que la violació del deure de precaució no sigui conscient o intencional; (ii) que no impliqui un benefici personal per a l'administrador; (iii) que no sigui el resultat d'una abdicació continuada dels seus deures vers la societat; etc. Com ja s'ha avançat, la justificació fonamental de la limitació quantitativa de la responsabilitat rau en la necessitat de reduir l'*elevadíssima* aversió al risc que alternativament patiria l'administrador amb les nocives conseqüències que això pot tenir per a l'interès de la societat. Però cal tenir en compte, a més a més, que la limitació és especialment apropiada quan la indeterminació del dret és alta i la probabilitat de corrupció de l'agent és baixa¹⁰⁷; i això és justament el que ocorre amb el deure de diligència: el dret que ho governa és una de les peces més genèriques o indeterminades del sistema jurídic i els administradors que hi queden subjectes són persones que habitualment no tenen incentius per obrar negligentment, perquè actuar així -com s'ha recordat- no els reporta cap rendiment directe i, en canvi, els exposa a una notable disminució de la seva reputació i a fortes sancions per part del mercat (vegeu *supra* § 4). L'atractiu de la regla de la limitació de la responsabilitat es troba, així doncs, en la seva capacitat per establir un compromís raonable entre els interessos dels accionistes (que la responsabilitat assorteixi algun efecte preventiu sense crear incentius forts per a polítiques conservadores) i l'interès dels administradors (a tenir certesa sobre l'import màxim de la seva responsabilitat i no quedar exposats al risc d'haver de fer desembossaments desproporcionats al seu patrimoni, a la seva remuneració i a la seva dedicació). Certament, es podria argumentar que aquest compromís deixa de ser necessari un cop que el risc de responsabilitat s'ha mitigat a través de la *business judgement rule* i de les mesures que hem suggerit anteriorment per reduir el nivell de litigació. No obstant això,

(iii) la rebaixa del cost de l'assegurança de responsabilitat civil; etc., però entenem que cap d'aquestes és especialment rellevant.

¹⁰⁶ Propostes d'aquest tipus s'han llançat en els més diversos fòrums de govern corporatiu: (i) a l'àrea continental, és il·lustrativa la discussió continguda a l'Informe de la Comissió constituïda pel Govern Alemany, tot i que certament, emparada per la generalització de l'assegurança de responsabilitat civil de consellers i directius, no dóna el pas final (vegeu Th. BAUMS (ed.), *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*, núm. 71, pp. 108-109); (ii) a l'àrea anglosaxona, la realitzada per l'American Law Institute (*Principles of Corporate Governance*, sect. 7.19, vol. II, p. 238); i (iii) a l'àrea de les economies emergents o en transició, l'efectuada pel Grup de Consultors Internacionals per a la reforma de la legislació societària a Corea (heus aquí els termes en què es formula la recomanació: "Articles 399 and 401-402 of the Commercial Code should be amended to provide that the personal liability of an independent director will be limited, 'in' the case on non-wilful breaches of duty non-involving personal benefit for the director or the director's family, to a multiple [...] of the director's total annual compensation from the company (including the value of non-cash compensation)" (B. BLACK, M. BARRY, T.J. O'BRIEN i Y. MOOSHIN, "Corporate Governance in Korea at the Millenium: Enhancing International Competitiveness (Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea, May 15, 2000)", *Journal of Corporation Law* 2001, p. 563).

nosaltres no veiem aquestes iniciatives com a substitutives, sinó més aviat com a complementàries. Tot i que la *business judgement rule* hauria de servir com a primera barrera de protecció dels administradors, un administrador diligent que satisfà complidament el corresponent estàndard de precaució pot témer que el jutge no percebi adequadament els fets reals¹⁰⁸.

Les objeccions que podrien dirigir-se contra aquesta proposta des del punt de vista jurídic - (i) que no compleix la funció compensatòria que s'espera de la responsabilitat; (ii) que és inequitable pels accionistes; i (iii) que no és consistent amb els principis de la nostra tradició jurídica- són totes més aparents que reals. La primera perquè passa per alt que la responsabilitat dels administradors és responsabilitat contractual i que, en conseqüència, no està sotmesa als imperatius propis de la responsabilitat extracontractual, la funció primordial de la qual és la compensació de les víctimes (d'altra banda, en el nostre context, la compensació és menys realitzable i menys urgent)¹⁰⁹. La segona perquè no adverteix que la limitació de la responsabilitat proposada, lluny de ser inequitable per als accionistes, pot justificar-se precisament sobre la base de l'equitat o justícia commutativa, ja que la reparació integral del dany implica habitualment -especialment en el cas de les societats cotitzades- el desembossament de quantitats excessives, en el sentit que no guarden proporció amb la naturalesa de l'ofensa, amb el grau de culpabilitat o amb els beneficis econòmics que esperava obtenir l'administrador per servir a la companyia. La tercera perquè té com a punt de partida una visió deformada del sistema de la responsabilitat contractual que ha arrelat a la nostra tradició jurídica. En efecte, enfront del que a primera vista pogués semblar, la nostra proposta s'ajusta perfectament a les regles fonamentals del Codi Civil relatives a la quantificació de la responsabilitat per incompliment contractual. Ens referim a la regla que estableix la limitació de la responsabilitat als danys previsibles en el moment de contractar (art. 1107 CC) i a la que reconeix els jutges la facultat de moderar la indemnització en els casos d'infracció no dolosa dels deures contractuels de diligència (art. 1103 CC). La regla de la moderació judicial parla per si mateixa. La regla de la previsibilitat és quelcom més complex. Per comprendre per què l'he esmentada en aquest context és convenient recordar que una de les seves aplicacions més importants -segons han mostrat els estudis més recents- es produeix en aquells casos en què desapareix o es desestructura completament la relació entre prestació i contraprestació. D'acord amb aquesta, podria sostenir-se, en efecte, que, excepte prova en contrari de la societat, l'administrador no respon dels resultats lesius el potencial danyós del qual sigui totalment desproporcionat amb els beneficis i retribucions que esperava obtenir del seu lloc de treball¹¹⁰. I així es demostra *quod erat demonstrandum*: que al nostre sistema de dret privat hi ha principis que

¹⁰⁷ L'argument ha estat desenvolupat per R.H. KRAAKMAN, "The Economic Functions of Corporate Liability", a K. J. HOPT i G. TEUBNER (eds.), *Corporate Governance and Directors' Liabilities*, Berlín-New Cork 1985, p. 178 i ss.

¹⁰⁸ En aquest sentit vegeu els comentaris a les recomanacions citades a l'anterior nota 87 de l'American Law Institute (*Principles of Corporate Governance*, vol. II, p. 240) i de la Comissió Governamental alemanya (vegeu Th. BAUMS (ed.), *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*, p. 108).

¹⁰⁹ Sota aquesta perspectiva, n'hi hauria prou amb invocar l'art. 1102 CC *a contrario* per adonar-nos de la possibilitat de limitar contractualment -estatutàriament- la responsabilitat per negligència. Aquest és el plantejament d'un sector minoritari de la doctrina europea (vegeu, per ex., G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano 1956, pp. 358 ss.), les tesis del qual no han prevalgut enfront de la inèrcia institucional de la doctrina majoritària, a la que s'al·ludeix una mica més endavant (vegeu text i nota 95).

¹¹⁰ Aquest argument ha estat avançat en relació al cas semblant dels auditors per F. PANTALEÓN, *La responsabilidad de los auditores: extensión, limitación, prescripción*, Madrid 1996, pp. 44-49.

podrien conduir a resultats semblants d'aquells als quals condueix la proposta de limitació quantitativa formulada.

b) A l'apartat anterior he suggerit la conveniència d'establir una limitació quantitativa de la responsabilitat dels administradors. Ara he de precisar que, segons el meu parer, la via més apropiada per aconseguir aquest objectiu no consisteix a codificar la limitació en una norma de llei, sinó a habilitar als estatuts perquè puguin modificar el règim legal de responsabilitat per negligència sense altres límits que els generals¹¹¹. Així se solucionen dos problemes d'una sola vegada. S'obren les portes a les limitacions quantitatives, que són les més interessants en l'àmbit de les societats cotitzades, i també a altres de divers gènere, que permetran ajustar el tractament d'aquesta matèria a les diferents circumstàncies i preferències de cada companyia i a les diferents funcions de cada administrador (no és el mateix, en aquest sentit, un administrador executiu que un administrador independent)¹¹². I a més a més es mitiga el problema derivat de la asimetria entre "treure" i "posar", ja comentat en una pàgina anterior, que pot propiciar una generalització excessiva de les clàusules d'exoneració. En aquest punt, cal recordar novament que és més fàcil incorporar als estatuts una clàusula de limitació de la responsabilitat beneficiosa per als accionistes que suprimir-ne una de perjudicial. La col·laboració dels administradors està assegurada en el primer cas, però no en el segon, i això és el rellevant per al disseny del dret, fins i tot quan les clàusules limitadores només siguin perjudicials en un percentatge ínfim de casos¹¹³.

Amb tot, sóc conscient que en fer aquestes afirmacions fereixo sensibilitats. A la nostra cultura jurídica està tan interioritzat el paradigma institucional i la consideració imperativa de les normes sobre responsabilitat dels administradors que no sembla fàcil tirar endavant la proposta¹¹⁴. Em permetrà per això el lector que faci un buit dins aquest treball per inserir un petit

¹¹¹ Les úniques cauteles que caldria adoptar són de tipus procedimental (*quòrums* de votació reforçats, votacions separades dels accionistes minoritaris sense representació en el Consell, etc.) a fi de garantir que les modificacions estatutàries són realment consentides pels *outsiders*.

¹¹² Heus aquí alguns tipus de clàusules limitadores que recullo de la pràctica alemanya de les societats de responsabilitat limitada, que és l'única a l'entorn continental europeu on no han estat refrenades: (i) clàusules d'exoneració per culpa lleu; (ii) clàusules en virtut de les quals només pot exigir-se la responsabilitat dels administradors en cas de fallida; (iii) clàusules de reembossament, la finalitat de les quals és garantir als administradors la indemnitat enfront de reclamacions de tercers per danys comesos negligentment en l'exercici del càrrec; (iv) clàusules de defensa jurídica, que cobreixen les despeses processals i professionals en què hagin d'incórrer els administradors per defensar-se de tota mena de reclamacions; (v) clàusules d'inversió de la càrrega de la prova; etc. (vegeu SCHNEIDER, a *Scholz GmbH-Gesetz Kommentar*, 8a ed., vol. I, Köln 1993, § 43, Anm. 185, pp. 1675-1676).

¹¹³ Sobre aquest punt hem de tornar a enviar novament al brillant anàlisi de L.A. BEBCHUCK, "Optimal Defaults for Corporate Law Evolution" cit., pp. 332 ss.

¹¹⁴ Ara no és moment d'analitzar les raons adduïdes per a això, les quals, en general, es reconduïen a la suposada incompatibilitat de les clàusules modificatives de la responsabilitat amb els principis configuradors del tipus de la societat anònima o amb la naturalesa orgànica de la funció administrativa. Un cop més planeja el perjudici del centralisme jurídic, que porta a pensar que l'abolició del règim de responsabilitat deixaria sense control a les societats (vegeu, J. QUIJANO, *La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima*, Valladolid 1985, pp. 141-142; F. SÁNCHEZ CALERO, "Supuestos de responsabilidad de los administradores en la Sociedad Anónima, *Estudios en Homenaje a Girón Tena*, Madrid 1991, p. 924; A. ALONSO UREBA, "Presupuestos de la Responsabilidad Social de los Administradores de una Sociedad Anónima", *Revista de Derecho Mercantil* 198 (1991), p. 656). Aquest punt de vista és completament compartit per la jurisprudència. Serveixi com a mostra la STS 30-XII-1997 (*La Ley* 4491 (3-III-98), pp. 10-11), en la què llegim: "La responsabilidad de los administradores tiene su origen en una obligación *ex lege* y, por ello, un aspecto de institución de orden público o derecho necesario, que no puede soslayarse, mediante artificios estatutarios que directa o indirectamente tiendan a restringir el ejercicio de la acción social determinante de su declaración". De tant en tant, no obstant això, es

al·legat o manifest a favor de la llibertat contractual en el dret de societats. Amb aquest fi, i per no sortir-me del raonament que he anat desenvolupant, em valdré de la institució de l'assegurança de responsabilitat civil d'administradors i directius, a què han recorregut massivament les nostres societats cotitzades arran de la reforma de 1989, que segons indiquem en el seu moment, va agreujar el règim legal de responsabilitat per negligència¹¹⁵. La cobertura de les pòlisses més esteses en la nostra pràctica comprèn les indemnitzacions, siguin a favor de la societat o de tercers, al pagament de les quals resultin condemnats els administradors, les despeses de defensa jurídica en què hagin d'incórrer per fer front a les reclamacions i les fiances que hagin de dipositar. El risc assegurat es circumscriu, com era d'esperar, a la negligència ("faltes de gestió"); queda exclòs el dol (art. 19 LCS) i -per extensió- la deslleialtat, la qual cosa les pròpies pòlisses solen anomenar "actes realitzats pels administradors amb ànim dolós, fraudulent, o tractant d'obtenir un avantatge o benefici patrimonial propis"¹¹⁶.

Allò que em proposo és mostrar que la generalitzada admissió en la nostra praxi societària d'aquesta singular modalitat assegurativa és una raó pragmàtica de primer ordre per no oposar inconvenients a les clàusules estatutàries modificatives i adaptatives de la responsabilitat dels administradors per negligència dins, evidentment, dels límits admissibles en el dret general dels contractes, que impedeixen l'exoneració de la responsabilitat per dol i -segons alguns- per culpa greu (vegeu art. 1102 CC)¹¹⁷. En efecte, essent la limitació estatutària de responsabilitat funcionalment equivalent a l'assegurança de responsabilitat civil, no s'entén per què es critica una pràctica i es beneeix l'altra. Naturalment estic a favor d'admetre la possibilitat d'assegurar la responsabilitat dels administradors, que facilita la consecució de bona part dels objectius de govern corporatiu perseguits amb la política d'indulgència¹¹⁸, i em complau compartir aquest punt de vista amb la doctrina que preval. Allò que em causa perplexitat és que aquesta mateixa doctrina, que no oposa resistència a l'assegurança aliena, s'obstini a rebutjar l'autoassegurança per la pròpia societat, que en això consisteixen les limitacions de responsabilitat¹¹⁹. Potser cal

registra algun intent d'obertura, sent sincers encara molt tímids (vegeu, per ex., M. LLAVERO, "Pactos sobre la responsabilidad civil de los administradores ¿puede exonerarse la responsabilidad civil de los administradores de una sociedad?", *Otrosí* 23 (2001), pp. 12. ss.). Quan aquest treball es trobava en segones proves aparegué el molt interessant estudi de A. ROBLES MARTÍN-LABORDA, "La limitación estatutaria de la responsabilidad de los administradores frente a la sociedad", *Revista de Derecho Mercantil*, 248 (2003), pp. 683 ss., que defensa també arguments molt semblants als nostres.

¹¹⁵ Per a una defensa general de la llibertat contractual em permeto remetre a C. PAZ-ARES, "Cómo hacemos y cómo entendemos el derecho de sociedades?" a C. PAZ-ARES (coord.), *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid 1997, pp. 159 ss.

¹¹⁶ El lector interessat pel fenomen a la nostra pràctica i per l'estat de la doctrina sobre aquesta modalitat assegurativa pot consultar, a la literatura més recent, la monografia de A. RONCERO, *El seguro de responsabilidad civil de administradores de una sociedad anónima (sujetos, interés y riesgo)*, Navarra 2002 i el treball ja citat de A. CAMPINS, "El seguro de responsabilidad civil de administradores y directivos".

¹¹⁷ A la discussió general, el nostre criteri és favorable a la possibilitat d'exonerar la responsabilitat per culpa greu (vegeu els arguments que esgrimeix PANTALEÓN, *Responsabilidad de los auditores*, cit., pp. 51-52; ha d'afegir-se que la jurisprudència ha començat també a revisar la vella màxima *culpa lata dol aequiparatur* (vegeu la interessantíssima *SAP Bilbao* 22-V-1987).

¹¹⁸ Vegeu, amb més detall, A. CAMPINS, "El seguro de responsabilidad civil", cit., pp. 5-9.

¹¹⁹ Il·lustra aquest punt de vista generalitzat Iturmendi, qui després de negar validesa a les clàusules estatutàries de limitació (pp. 77-78) admet sense cap reserva les assegurances de responsabilitat civil (p. 90) i fins i tot propícia la seva contractació: "recomendamos que preferentemente se lleve a cabo una política de aseguramiento de todos los miembros componentes de órganos colegiados de administración". Aquesta situació està molt estesa també més enllà de les nostres fronteres: vegeu, per exemple, H.J. MERTENS, a HACHNBURG/ULMER (eds.), *GmbH-Gesetz, Grosskommentar*, 8a ed., II, Berlín-New York 1997, Anm. 89, p. 285 o la pròpia *sect. 310* de la *Companies Act*

esperar que es comporti més diligentment qui no es veu sota l'amenaça d'haver de pagar una indemnització per estar assegurat que qui es troba en la mateixa situació per tenir exclosa estatutàriament la seva responsabilitat per culpa?. Les diferències, com a màxim, són quantitatives, no qualitatives¹²⁰. He d'insistir per això que si la funció preventiva de la responsabilitat dels administradors fos -com es postula- realment imperativa, allò lògic seria rebutjar l'assegurança. Aquesta és la conclusió -infeliç, però coherent- a la que arriba un sector de la doctrina comparada¹²¹.

Certament, alguns comentaristes o tractadistes s'han adonat de la contradicció. L'estratègia creada per superar-la es basa en el pagament del preu de l'assegurança, però tampoc és convincent. El que s'afirma ara és que quan és la societat l'acceptant de l'assegurança i, per tant, l'obligada a satisfer l'import de les primes (com generalment ocorre), l'assegurança de responsabilitat civil no resulta admissible perquè contradiu la naturalesa imperativa del règim legal de responsabilitat. Els inconvenients desapareixen, en canvi, quan l'acceptant de l'assegurança i l'obligat al pagament és el propi administrador assegurat. El següent fragment del professor Fernández de la Gándara il·lustra bé aquesta posició:

"el problema que se plantea en materia de responsabilidad civil de los administradores, en aquellos casos [...] en que es la propia sociedad la tomadora del seguro, no es otro que verificar si a través de esta cobertura especial tiene lugar, de hecho, una inadmisibile exoneración o limitación preventiva de la responsabilidad del deudor, lo que podría traducirse en un estímulo indirecto para la eliminación o disminución de los parámetros de diligencia a que se halla sujeto *ministerio legis*. Se trata de una materia particularmente delicada, al poner el juego los límites de la

britànica, que declara imperatives les regles de responsabilitat, però permet l'assegurança (també en aquell indret aquesta situació és font de perplexitats: vegeu C. BAXTER, "Demystifying D & O Insurance", *Oxford Journal Legal Studies* 15 (1995), pp. 541-542).

¹²⁰ L'argument no pot refutar-se en el pla empíric adduint les propietats de *monitoring* que compleixen les companyies asseguradores en gestionar el seu negoci (examen de les persones assegurades, elevació de les primes en cas d'augment de la sinistralitat, etc.). Tots aquests són aspectes econòmicament indiscutibles (vegeu C.G. HOLDERNESS, "Liability Insurers as Corporations Monitors", *International Review of Law & Economics* 10 (1990), pp. 115 ss.; N.O. SULLIVAN, "Insuring the Agents: The Role of Directors' and Officers' Insurance in Corporate Governance", *The Journal of Risk and Insurance*, 64 (1997), pp. 545 ss.; N.O. SULLIVAN, "The Demand for Directors' and Officers' Insurance by Large UK Companies", *European Management Journal* 20 (2002), pp. 574 ss.; etc.), però jurídicament poc rellevants. Si la responsabilitat dels administradors tingués en veritat una funció imperativament preventiva -com la té, per exemple, la responsabilitat administrativa o la responsabilitat *penal* per actes negligents- jurídicament no seria admissible l'assegurança. Potser algú pensa que cabria assegurar les multes de tràfic sota l'argument que l'assegurança d'automòbil constitueix un element de supervisió eficaç dels conductors?

¹²¹ Heus aquí alguns testimonis: "geht man davon aus, dass eine Haftungsmilderung im Verhältnis der Gesellschaft zum Geschäftsführer unbedenklich ist, so bestehen auch keine gesellschaftsrechtlichen Bedenken gegen eine entsprechende Haftpflichtversicherung durch die Gesellschaft oder gegen die Erstattung von Versicherungsbeiträgen" (U.H. SCHNEIDER, "Haftungsmilderung für Vorstandsmitglieder und Geschäftsführer bei fehlerhafter Unternehmensleitung?", *Festschrift für W. Werner zum 65. Geburtstag (Handelsrecht und Wirtschaftsrecht in der Praxis)*, Berlin-New York 1994, p. 1124; R.C. THÜMMEL i M. SPARBERG, "Haftungsrisiken der Vorstände, Geschäftsführer, Aufsichtsräte und Beiräte sowie deren Versicherbarkeit", *Der Betrieb* 1995, p. 1017; etc.); "So long as the law imposes on directors duties of good faith and due care, it should not permit them to evade those duties through the device of insurance purchased by the corporation" (P. BISHOP, "Sitting Ducks and Decoy Ducks: New Trend in the Indemnification of Corporate Directors and Officers", *Yale Law Journal* 77 (1968), pp. 1091 ss.); etc.

autonomía de la voluntad en un sector en que las normas que gobiernan la actividad de los administradores revisten la naturaleza de disposiciones de orden público"¹²².

Ara bé -em pregunto-, quina importància té qui pagui la prima des del punt de vista de la funció preventiva? Potser l'administrador està més incentivat a ser diligent si ell qui abona la prima que si l'abona la societat? No sembla que hi hagi diferències substancials entre una i altra hipòtesi. L'objecció que formulo potser podria replicar-se canviant de tema i afirmant que, en realitat, la raó de ser de la imperativitat del règim de responsabilitat per negligència no està tant en el mitjà -la funció preventiva- com en la finalitat -la protecció de la societat-, i que aquest segon objectiu queda plenament salvaguardat quan l'assegurança la paga l'administrador, perquè al cap i a la fi la societat té garantida la indemnització dels danys que pugui ocasionar-li la seva gestió negligent. No succeiria el mateix en el cas que la prima fos pagada per la societat, perquè llavors no seria l'administrador, sinó la pròpia societat qui estaria proveint la garantia. El contrargument, no obstant això, seria d'una ingenuïtat proverbial. En efecte, si tot el problema de l'assegurança de responsabilitat civil està en el fet que la paga la societat, l'obstacle pot eliminar-se simplement elevat la retribució dels administradors justament en el valor de la prima. Es revela així la trivialitat o futilitat de l'exigència que es faci càrrec de l'assegurança el propi administrador¹²³, una exigència que, d'altra banda, no és innòcua. L'únic que aconseguim amb ella és agreujar el problema de la selecció adversa crònic de qualsevol economia assegurativa, ja que en aquest cas la decisió d'assegurar-se és menys agrupada i més individual. El remei és ptjor que la malaltia.

És probable que més d'un, fins i tot estant d'acord amb la línia de la nostra crítica, no estigui satisfet amb la conclusió a què condueix. Aquest hipotètic interlocutor potser pensi que l'argument esgrimit efectivament prova una contradicció en el terreny dels principis, però que a la vida del dret hi ha ocasions en què és necessari arbitrar compromisos pragmàtics. És comprensible -afegiria potser el meu interlocutor imaginari- que el legislador vulgui mantenir el règim legal imperatiu, però que consenti, com a mal menor, l'assegurança de responsabilitat, en benefici de satisfer una demanda raonable de qui d'una altra manera no estaria disposat a posar el seu talent al servei de les empreses (o el prestaria només a un preu prohibitiu per a aquelles) o d'aquells que, com a accionistes, haurien de resignar-se a polítiques empresarials de baix risc i a processos de decisió d'alt cost¹²⁴. Hem d'admetre que un plantejament d'aquesta naturalesa tindria una certa aparença. La pregunta que formularíem tot seguit és la següent. Si l'assegurança de responsabilitat ha de permetre's per rebaixar el cost del capital humà o reduir els costos associats a l'avversió al risc dels administradors, què succeiria aleshores si, per una o altra raó conjuntural, hi hagués una crisi a l'indústria de l'assegurança de responsabilitat civil i es

¹²² FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, 1996, p. 49; postures semblants es registren a altres països (vegeu per ex., H. HABETHA, *Direktorenhaftung und gesellschaftsfinanzierte Haftpflichtversicherung*, 1995, pp. 183 ss.); fins i tot algun legislador ha previst expressament una prohibició de l'assegurança de responsabilitat civil només pel cas en què sigui contractada per la societat (vegeu sect. 237 (3) de la *Companies Act* australiana).

¹²³ Com s'ha observat en relació a la norma australiana esmentada a la nota anterior, la restricció que introdueix "is a futile one since there is nothing to stop the company paying the premium in the guise of an increased salary" (C. BAXTER, "Demystifying D & O Insurance", *Oxford Journal Legal Studies* 15 (1995), pp. 541, nt. 28).

¹²⁴ Aquesta sembla la raó de la sect. 310 *Companies Act* anglesa que, no obstant declarar imperatiu el règim de la responsabilitat dels administradors, permet que la societat contracti una assegurança de responsabilitat civil per a ells (vegeu BAXTER, *Oxford Journal Legal Studies* 15 (1995), pp. 542).

disparés l'import de les primes de manera que a la societat no li sortís a compte assegurar als seus administradors? I que no li sorti a compte significa que el cost de la prima és més elevat per a ella que el risc d'haver de respondre del sinistre¹²⁵. En aquest cas, haurà de convenir-se que seria oportú permetre que la companyia pogués autoassegurar-se mitjançant la introducció d'una clàusula estatutària d'atenuació de la responsabilitat que fes possible el reclutament dels administradors desitjats i creïble el desenvolupament per la seva banda d'una estratègia empresarial alineada amb les preferències de risc dels accionistes diversificats.

Quina hauria de ser aleshores la resposta d'un ordenament sensat? Per mi és molt clara: hauria d'admetre les clàusules limitadores perquè subsisteixen les mateixes raons pragmàtiques que abans li havien portat a admetre l'assegurança. I si és així, per què no deixem a les societats que triïn allò que millor els acomodi, allò que els resulti més econòmic: assegurar-les directament als administradors (mitjançant modificacions estatutàries del règim de responsabilitat) o assegurar-se indirectament (mitjançant la contractació d'una assegurança)? La hipòtesi que plantejo no és, en absolut, un exercici d'imaginació. Ha tingut lloc fa alguns anys als Estats Units (1984-1986). L'onada de fusions i adquisicions i el frenesí d'operacions de reestructuració que va patir aquell mercat durant els vuitanta va generar una elevada taxa de litigiositat, que va suposar un enduriment per part dels tribunals de l'aplicació de la normativa legal i, en particular, de les exigències de la *business judgement rule*¹²⁶. La conseqüència d'això va ser una crisi sense parangó de la indústria de l'assegurança de responsabilitat civil. La situació ha estat descrita així:

"From 1984 through 1987, the market for directors' and officers' liability insurance experienced extreme dislocation -premiums skyrocketed, deductibles rose, limits decreased, substantive coverage contracted, and many commercial carriers left the market. Press reports proliferated of individuals refusing to serve on boards because insurance had lapsed or because they feared inadequate coverage. In addition, the percentage of outside directors declined for the first time in two decades"¹²⁷.

La reacció enfront d'aquesta tendència va ser immediata. Els Estats van reformar les seves lleis de societats a fi de limitar l'exposició dels consellers a riscos de responsabilitat i ampliar els seus drets a ser indemnitzats per la societat. La reforma més popular va ser la de l'Estat de Delaware, que l'any 1986 desregulava totalment la responsabilitat per negligència (en els dos anys següents, també ho van fer altres 41 Estats de la Unió). La reforma va permetre modificar els estatuts de les societats per eliminar la responsabilitat dels consellers pels danys negligents i això es va fer sense oposició dels accionistes i sense destrucció de valor. L'evidència empírica disponible així ho acredita: els preus del mercat no van experimentar cap impacte negatiu quan les societats van anunciar els seus propòsits de reformar els seus estatuts per reduir el *duty of care* o quan les

¹²⁵ Matemàticament això succeeix quan l'import de les primes és més gran que el cost del sinistre per a la companyia multiplicat per la probabilitat que ocorri i corregit el producte pel seu coeficient d'aversion al risc.

¹²⁶ El cas més significatiu és, sens dubte, *Trans Union*, on s'imposà responsabilitat als consellers per decidir ràpidament una fusió, tot i que el preu de valoració de la companyia que sortia de la relació de canvi era superior al seu preu de mercat (sobre això existeix moltíssima literatura crítica: vegeu, per tots, D. R. FISCHER, "The Business Judgment Rule and the *Trans Union Case*", *The Business Lawyer* 40 (1985), pp. 1437 ss.).

¹²⁷ R. ROMANO, "Corporate Governance in the Aftermath of the Insurance Crisis", *Emory Law Journal* 39 (1990), p. 1155.

seves juntes generals van adoptar els corresponents acords¹²⁸. El lector traurà la seva pròpia conclusió.

4. La reforma en marxa: problemes i solucions

4.1. Llums i ombres del Projecte de Llei de Transparència

Amb el rerafons que ens proporciona el model de regulació diferenciada o diversificada de la responsabilitat dels administradors descrit a les pàgines anteriors, dirigim ara la mirada al procés de reforma iniciat pel *Projecte de Llei de Transparència*, la importància de la qual per al futur del nostre sistema de govern corporatiu no cal remarcar. Quedi constància del meu judici favorable al Projecte. Penso que està ben orientat en les seves línies de fons i que, en general, encerta a l'hora d'abordar la *qüestió de la competència* per a organitzar el govern de la societat (autoregulació) i la *qüestió de la informació* sobre l'esmentat govern (transparència)¹²⁹. En canvi, em sembla que no resol satisfactòriament la *qüestió de la responsabilitat*, que és la que aquí primordialment interessa valorar¹³⁰. No vull dir amb això que estigui desencaminat. El fet d'haver centrat la seva atenció en els conflictes d'interessos i d'haver subratllat la importància del deure general de lleialtat el situa al camí correcte i, per descomptat, el fa creditor de la nostra

¹²⁸ Vegeu V. JANJIGIAN i PJ BOLSTER, "The Elimination of Director Liability and Stockholder Return: An Empirical Study," *Journal of Financial Research* 13 (1990), pp. 53 ss.

¹²⁹ Amb tot, he d'assenyalar que en algunes regulacions particulars hi ha espai per a la millora. Destaco, en concret, dos excessos, que des del meu punt de vista haurien de ser corregits: l'amplitud dels deures d'abstenció consagrats al nou art. 114.1 LMV i l'amplitud amb què es configura el dret d'informació a l'art. 112 LSA. La primera ha de reparar-se exceptuant de la prohibició d'ús de la delegació de vot aquells casos en què l'administrador hagi rebut instruccions precises, siguin directes (per exemple, "voti en contra de les propostes no compreses en l'ordre del dia") o indirectes (per ex., "voti sempre a favor de les propostes del consell"). La segona ha de corregir-se establint expressament que el dret d'informació no és atés fora de la Junta general (es corre el risc de què la informació es distribueixi de manera asimètrica) i no abasta matèries no compreses a l'ordre del dia (perquè llavors es desnaturalitza el sentit de la informació per a la junta). A la societat anònima -i, específicament, a la societat cotitzada- la informació ha de produir-se centralitzadament i de forma estandarditzada per a tots els accionistes. Si aquesta informació no es produeix adequadament, el remei no pot arbitrar-se mitjançant el dret d'informació individual (el potencial de pertorbació del qual per a la societat i el risc de distribució inequitativa són molt grans). El remei ha de buscar-se millorant les obligacions generals de transparència.

¹³⁰ Entorn d'aquestes tres qüestions s'articula el projecte. Per entendre-ho adequadament, em permetrà el lector que em retotregui per uns instants a l'*Informe Aldama*, que és el seu punt de partida com expressament reconeix el preàmbul. L'aposta fonamental de l'*Informe Aldama*, en la Comissió redactora del qual vaig tenir l'honor de participar, és l'autoregulació dels òrgans de govern de la societat anònima i, especialment, de l'òrgan d'administració. Es situa així al camí obert per l'*Informe Olivencia*. La novetat és que aquesta aposta s'acompanya de dues garanties fonamentals. En efecte, per evitar que l'autoregulació pugui convertir-se en pretext o coartada per a l'autoprotecció, l'*Informe Aldama* reclama el concurs del legislador per assegurar la transparència de les estructures i pràctiques de govern i per conjurar els riscos connaturals a les situacions de conflicte d'interessos. D'aquesta manera, l'equilibri s'articula sobre tres principis: el principi de llibertat (autoregulació), el principi de publicitat (transparència) i el principi de lleialtat (responsabilitat). El *Projecte de Llei de Transparència* s'inspira en les mateixes fonts. Opta clarament per l'autoregulació. L'únic que demana és -seguint les recomanacions de l'*Informe Aldama*- que es formalitzi en determinats documents estàndards: el reglament del Consell (art. 113 LMV) i el reglament de la Junta (art. 115 LMV). Opta igualment per la transparència, i en aquest sentit disposa la publicació dels pactes parasocials (art. 112 LMV); estableix l'obligació d'elaborar un Informe de govern corporatiu, amb informació completa i explicant el grau de compliment del Código de Buen Gobierno sota el principi *comply or explain* (art. 116 LMV) i prevé de la necessitat de tenir permanentment a disposició del públic mitjançant de la pagina web de la societat la informació corporativa més rellevant (art. 117 LMV). Les seves opcions en matèria de responsabilitat es discuteixen en el text que segueix.

simpatia. El que vull dir és que li manca sistema des del punt de vista de la política jurídica i rigor des del punt de vista de la tècnica jurídica. Per això, penso que la reforma podria guanyar molt si es completés materialment i es depurés tècnicament en les properes estacions de la seva tramitació parlamentària.

La reforma necessita completar-se sobretot en l'àmbit de la responsabilitat per negligència, que gairebé no ha estat modificat pel Projecte. Al meu parer, seria una llàstima que no s'aprofités aquesta ocasió per relaxar el tractament de la responsabilitat dels administradors per infracció dels deures de diligència declarant un espai d'immunitat per a les decisions empresarials i, en general, moderant l'abast de la responsabilitat en els termes que hem suggerit a la tercera part d'aquest treball (obrint camí a les limitacions quantitatives i a l'assegurança de responsabilitat civil, modulant el deure de diligència en funció de les funcions efectivament exercides per cada administrador, restringint el significat de la solidaritat, restabliment de les normes tradicionals sobre la càrrega de la prova, etc.). Cal reiterar que el sentit d'aquestes propostes –per les que gradualment va optant el dret comparat– no és crear un reducte d'impunitat per als administradors, sinó establir un marc que faciliti l'alineament dels seus plans estratègics amb els interessos dels accionistes. Les raons han estat exposades anteriorment (vegeu *supra* §§ 9-12). En el paràgraf final veurem com poden implementar-se aquests objectius (vegeu *supra* § 17). Però a més de ser completada materialment a l'àmbit de la negligència, la reforma en curs ha de ser depurada tècnicament a l'àmbit de la deslleialtat. En el moment en què dono aquestes pàgines a la impremta, el text disponible és l'aprovat per la Comissió de Economia i Hisenda del Congrés amb competència legislativa plena i publicat al *Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, VII Legislatura, Proyectos de Ley, 21 de mayo de 2003, núm. 137-7, pp. 51 i ss.*). Les observacions crítiques que segueixen es dirigeixen a aquest document –el contingut del qual segueix molt de prop els arts. 121 a 127 de la *Proposta de Codi de Societats Mercantils* (PCSM)¹³¹– i tracten de: (i) les imperfeccions substantives en l'especificació de les obligacions derivades del deure general de deslleialtat; (ii) les insuficiències en l'extensió de l'àmbit subjectiu del règim de responsabilitat dels administradors; (iii) la manca de previsió de mesures que afavoreixin l'exigència de responsabilitat per deslleialtat i l'efectivitat de les seves sancions; i (iv) l'ambigüitat en la definició de l'interès social. En l'apartat següent m'ocupo del primer punt. En el subsegüent, agrupo el tractament dels tres restants.

4.2. Les imperfeccions en l'especificació dels deures de lleialtat portades a terme pel Projecte de Llei de Transparència

El problema fonamental que presenta el Projecte es troba, sens dubte, en la definició de les obligacions derivades del deure general de lleialtat. Les imperfeccions que advertim es projecten sobre diferents dimensions de la regulació proposada i consisteixen: (i) en la manca de claredat sobre l'abast general del deure de lleialtat i de la seva relació amb les obligacions imposades en els casos de conflicte d'interès, que són les específicament contemplades pel Projecte; (ii) en la confusió entre obligacions derivades del deure de lleialtat de caràcter instrumental i obligacions de caràcter substantiu; (iii) en la indeterminació de la naturalesa de les regles aplicables als

¹³¹ Aprovada el passat 16 de maig de 2002 per la Secció de Dret Mercantil de la Comissió General de Codificació i publicada pel Ministeri de Justícia a l'octubre de 2002.

supòsits de conflicte d'interès; i (iv) en la inexacta delimitació dels grups de casos que conformen la fenomenologia de les situacions de conflicte d'interès. Tot seguit es tracten aquests quatre punts.

a) El projecte regula en un nou article 127^{ter} LSA els “deures de lleialtat”. No obstant això, l'esmentat precepte només contempla els supòsits de conflicte d'interès directe, donant a entendre que l'abast del deure de lleialtat queda circumscrit a aquesta concreta fenomenologia. En la nostra opinió, la tècnica seguida no és la més adequada, alhora que el deure de lleialtat té un abast molt més general. Per això, a l'hora de definir el seu contingut, l'oportú hauria estat anteposar una clàusula general més expressiva que la recollida a la redacció tradicional de l'art. 127 LSA, que fora apta per albergar la fenomenologia residual. L'especificació hauria de continuar amb una enumeració de les grans constel·lacions de casos, de les quals la relativa a les situacions de conflicte d'interès directe només en representa una, tot i que certament és la més rellevant i significativa. En aquest sentit, caldria esmentar, si més no, les prohibicions que vertebren cadascuna d'aquestes grans constel·lacions, en concret: (i) la prohibició d'exercitar les facultats amb fins diferents dels que anaven destinades; (ii) la prohibició de revelar les informacions a què hagi tingut accés l'administrador en l'acompliment del seu càrrec, fins i tot quan hagi cessat en ell (en aquest aspecte, seria oportú reintegrar el contingut de l'article 127^{quater} LSA, relatiu al deure de secret, dins el precepte general sobre “els deures de lleialtat”); (iii) la prohibició de participar a la deliberació i votació d'acords en què pugui tenir algun interès personal, que no apareix perfilat amb claredat (seria oportú estendre aquesta prohibició als supòsits en què l'administrador actua com a representant excloent, això sí, aquells en què la representació s'exercita seguint instruccions precises del representat i a aquells altres en què el dret de vot s'exercita en relació a acords que tinguin per objecte la seva designació o revocació com a administrador, l'exercici d'accions de responsabilitat contra ell o altres de significat anàleg)¹³²; i (iv) la prohibició d'entrar situacions que posin a l'administrador en conflicte d'interès amb la societat ¹³³. La part més important de la matèria es concentra en aquesta darrera prohibició, que mereix algunes consideracions addicionals.

b) Enllacem així amb la segona observació. A la determinació analítica de les obligacions d'evitació de les situacions de conflicte d'interès directe -allò que hem denominat el “catàleg de segon nivell”-, el Projecte barreja o, almenys, no delimita amb suficient nitidesa les que podríem denominar obligacions instrumentals i les obligacions substantives. Les obligacions instrumentals són bàsicament les obligacions d'informació i transparència, les que tenen per objecte establir a càrrec de l'administrador el deure de comunicar a l'òrgan d'administració qualsevol situació de conflicte d'interès a què pugui enfrontar-se i altres circumstàncies rellevants des del punt de vista del deure de lleialtat (com són, per exemple, les relatives al capital que ostenta en societats amb el mateix objecte social, en la pròpia societat, etc.). Aquestes obligacions es troben recollides en els apartats 3 i 4 de l'article 127^{ter} LSA, però apareixen confoses amb els deures substantius. Les obligacions substantives haurien de separar-se

¹³² La precisió feta en el text obligaria a repensar el nou article 114.1 LMV contingut en el *Projecte de Llei de Transparència* en la línia suggerida a la nota anterior. Quan l'administrador actua com a mer *nuntius* i no com a representant genuí la possibilitat de conflicte d'interès està impossibilitada d'arrel.

¹³³ Vegeu *supra* § 5 a).

nítidament i centrar-se en quatre punts, que ja han estat identificats a partir de l'experiència doctrinal i jurisprudencial comparada; en concret: transaccions vinculades, oportunitats de negoci, ús d'actius socials i obligació de no competència (vegeu *supra* § 5 a).

c) El tercer retret que podem dirigir a la disciplina continguda a l'article 127^{ter} es fonamenta, com dèiem, en la indeterminació de la naturalesa de les regles aplicables a les situacions de conflicte d'interès. En alguns casos es contempla una *prohibició absoluta* (així ocorre, per exemple, a l'apartat 1 de l'esmentat precepte, que de manera incondicionada impedeix als administradors "utilitzar el nom de la societat" o invocar la seva condició "par a la realització d'operacions per compte pròpia o de persones vinculades")¹³⁴. En altres, es contempla una *prohibició relativa* (aquest és el cas de l'apartat 2, en el que es veda els administradors explotar oportunitats de negoci de la societat, a menys que la societat hagués desestimat l'esmentada inversió o operació sense mitjançar influència de l'administrador, la qual cosa constitueix una determinació massa fluida o etèria del supòsit de fet)¹³⁵. En altres, en fi, no s'estableixen pròpiament prohibicions, sinó *deures d'una altra índole*. Concretament això succeeix amb les operacions vinculades, segons sembla contemplades a l'apartat 3 i amb les activitats competitives, previstes a l'apartat 4¹³⁶. En un i altre cas, les úniques obligacions que s'imposen a l'administrador són les de comunicar al consell la situació de conflicte d'interès i les d'abstenir-se de participar en la corresponent deliberació (això és almenys el que es dedueix del tenor literal de la norma). Per reconduir aquest petit desgavell i racionalitzar el tractament de la matèria entenem que és necessari determinar amb claredat i homogeneïtat la naturalesa de les regles corresponents. Al nostre entendre, la racionalització hauria d'escometre's partint d'un criteri general de *prohibició relativa*, de forma que, en principi, cap administrador pogués: (i) explotar oportunitats de negoci de la societat; (ii) realitzar operacions vinculades amb ella; (iii) usar actius socials, inclosa la informació confidencial i (iv) competir amb la societat. La prohibició -heus aquí la raó de la seva relativitat- hauria d'acompanyar-se d'un procediment de dispensa cas per cas, del que no hi ha rastre en la regulació projectada (aquest és probablement el seu major *handicap*). La forma d'articular el procediment i els principis a què ha d'obeir han estat tractats oportunament, per la qual cosa no és necessari reiterar-los aquí (vegeu *supra* § 5 c).

d) També pot retreure's al Projecte una inexacta delimitació dels grups de casos característics de les situacions de conflicte d'interès. Sota aquest aspecte, el Projecte peca tant per excés com per defecte. Peca per excés perquè inclou alguns supòsits que no sembla raonable prohibir. Ens referim fonamentalment al contemplat a l'apartat 1 de l'article 127^{ter}, segons el qual "*los administradores no podrán utilizar el nombre de la sociedad ni invocar su condición de administradores de la misma para la realización de operaciones por cuenta propia o de personas a ellos vinculadas*"¹³⁷. D'aquesta norma, no s'entén bé la primera part, i la segona es revela sense cap mena de dubte excessiva. No hi ha cap raó, en efecte, que justifiqui prohibir a una persona que faci pública la seva condició professional i fins i tot que la invoqui per aconseguir una major credibilitat de la

¹³⁴ Vegeu art. 123 PCSM

¹³⁵ Vegeu art. 124 PCSM

¹³⁶ Vegeu art. 125 PCSM

¹³⁷ El tenor del precepte procedeix en bona part de l'art. 123 PCSM

seva contrapart en determinades transaccions privades¹³⁸. Allò que òbviamment no pot fer és comprometre en aquestes la garantia de la societat ni, en general, explotar la seva posició d'administrador amb fins privats (per exemple, obtenint avantatges de tercers lligats a transaccions de la companyia), però aquests són supòsits que han de trobar acomodament en altres regles. El Projecte, com dèiem, peca també per defecte, segons haurà percebut el lector a la vista del que s'exposa. Em refereixo, en particular, a l'absència d'una prohibició de realitzar operacions vinculades, de fer ús dels actius socials i d'entrar en competència amb la societat. Respecte la darrera, l'apartat 4 més aviat indueix a pensar que l'administrador està autoritzat per competir amb la societat sempre que informi d'això al consell i consignï la esmentada circumstància a la memòria¹³⁹. La regla, així entesa, s'avé malament amb la prevista a l'article 132 LSA actualment vigent i, per descomptat, té poca justificació des del punt de vista substantiu. La millor manera d'esmenar aquests defectes consisteix en establir clarament les prohibicions relatives a què al·ludíem a l'apartat anterior.

e) L'article 127^{ter} es tanca amb un catàleg de les persones i entitats que es consideren vinculades als administradors. En relació amb ell, que en termes generals sembla correctament orientat, només formulem dues observacions tècniques. Una és que, si fos possible, seria preferible no establir remissions a cossos estranys a la pròpia Llei de Societats Anònimes i, en particular, a la Llei del Mercat de Valors (tingueu en compte que la disciplina que tracta de reformar-se és aplicable a tot tipus de societats). L'altra és que hauria d'optar-se per una formulació més oberta i general que permetés aconseguir dos objectius alhora: evitar forats per què puguin escapar-se certes estructures d'interposició creatives i comprimir la normativa, d'acord amb les regles generals de codificació del dret privat (vegeu *supra* § 5 b).

4.3. Altres aspectes manifestament millorables del Projecte de Llei de Transparència

Com manifestava en el començament d'aquesta secció, el Projecte de Llei presenta altres aspectes susceptibles de ser criticats, perquè (i) s'ha quedat curt en l'extensió de l'àmbit subjectiu del règim de responsabilitat dels administradors; (ii) no ha adoptat cap previsió per afavorir l'exigència de responsabilitat per deslleialtat i promoure l'efectivitat de les seves sancions; i, finalment, (iii) desaprofita una oportunitat històrica per desfer l'ambigüïtat de la definició de l'interès social.

a) Pel que fa a l'àmbit subjectiu del règim de responsabilitat dels administradors es detecten algunes deficiències que caldria reparar. Sense cap dubte, el *Projecte de Llei de Transparència* representa un gran pas endavant en estendre l'aplicació de la normativa als alts directius de la societat i als administradors de fet¹⁴⁰. El nou art. 133.2 LSA és clar al respecte:

¹³⁸ Només faltaria que una persona no pogués fer referència a la seva condició de conseller-delegat d'una determinada empresa per obtenir un préstec personal d'un Banc o per aconseguir que el propietari d'un pis li'l llogui.

¹³⁹ En aquest punt l'*Avantprojecte* difereix d'allò que s'ha previst als arts. 126.2 i 434 PCSM.

¹⁴⁰ Vegeu l'art. 128 PCSM

“El que ostente de hecho o de derecho cargos de dirección o actúe como administrador de hecho, o en nombre y representación de la sociedad, responderá personalmente frente a la sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores del daño que cause por actos contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes que esta ley impone a quienes formalmente ostenten con arreglo a ésta la condición de administrador”.

La recomanació continguda a l'Informe *Aldama* (vegeu punt III.2.3) i, en la mateixa línia, la proposta que hem avançat anteriorment (vegeu *supra* § 6) van més enllà, alhora que inclouen dins del conjunt de destinataris de la normativa no només els alts directius i els administradors de fet, sinó també els representants dels administradors persones jurídiques, els administradors ocults i els accionistes de control. No obstant això, la nostra objecció no s'adreça a aquesta omisió. Tot i que el Projecte no defineix el concepte d'“administrador de fet”, d'una primera lectura s'infereix que l'ha concebut de forma àmplia, dins del qual han de tenir cabuda totes aquelles persones o entitats que, *de 'facto'*, tenen capacitat per condicionar o dirigir la gestió de la societat i, sobretot, els administradors ocults i els accionistes de control (quan efectivament determinen la política de l'empresa). La nostra objecció és més aviat de tècnica legislativa. En l'estat actual d'evolució de la doctrina, disposem d'instruments conceptuals més acurats, que ens permeten definir amb més claredat i precisió el perímetre dels subjectes responsables per infracció dels deures de diligència i lleialtat. Per aquest motiu, seria una llàstima que el reformador no els utilitzés per aconseguir els seus propòsits amb una certa millora de la previsibilitat i calculabilitat del dret¹⁴¹.

b) Un altre aspecte que pot ser criticat és el relatiu al procediment d'exigència de responsabilitat i al sistema de les sancions corresponents en cas d'infracció dels deures de lleialtat. És cert que el *Projecte de Llei de Transparència* ha fet quelcom en aquesta direcció en incrementar les obligacions de transparència sobre operacions vinculades (art. 114.2 LMV) i els deures de comunicació sobre conflictes d'interessos (art. 127ter.3 LSA), que haurien de facilitar el coneixement de les situacions de risc i, per tant, afavorir un nivell de control més rigorós sobre els administradors. Amb tot, la defectuosa tècnica utilitzada pot fer inútils les noves disposicions. Serveixi com a exemple el nou art. 114.2 LMV, que estableix que la memòria de la societat haurà d'informar sobre les operacions vinculades (no ens aturarem a les deficiències de la definició d'aquest tipus d'operacions), però inexplicablement limita l'obligació de *disclosure* a aquelles operacions que “siguin alienes al tràfic ordinari de la societat o que no es realitzin en condicions de mercat”¹⁴². La norma és ingènua (quin administrador o *insider* admetrà que ha realitzat una operació amb la societat en condicions que no són de mercat?) i contradictòria (les operacions vinculades realitzades en condicions de mercat diferents haurien d'estar senzillament prohibides i, en canvi, de la norma sembla deduir-se que estan permeses, perquè només cal informar sobre d'aquestes en la memòria). L'obligació

¹⁴¹ Un anàlisi crític del progressiu retall en l'extensió subjectiva de la responsabilitat que ha experimentat el *Projecte* al llarg de la seva tramitació parlamentària, vegeu P. SALVADOR, F. CERDÀ, JA RUIZ GARCÍA, J. PIÑEIRO i A. RUBÍ, “Dret de danys i responsabilitat il·limitada en les societats de capital” a *InDret* 3 (2003), pp. 25 ss., disponible a <http://www.indret.com>

¹⁴² L'expressió prové de l'art. 432.1 PCSM.

de transparència hauria d'afectar a totes les operacions vinculades i a les condicions de la seva realització. En aquest sentit, caldria coordinar el nou art. 114.2 LMV amb l'art. 32 LMV, recentment introduït per la *Llei Financera*.

Amb tot, el grau d'insuficiència superior es fa palesa en la regulació de la legitimació per accionar, de la càrrega de la prova i de les sancions per infracció del deure de lleialtat, aspectes sobre els quals el Projecte no diu absolutament res¹⁴³. Les nostres propostes en aquest punt ja s'han exposat i, per tant, no cal reiterar-les (vegeu *supra* §§ 7 i 8). En descàrrec del Projecte, cal reconèixer que l'*Informe Aldama* no s'ha aturat a filar prim en aquest punt. No obstant això, la seva recomanació general és molt clara. En els dos últims paràgrafs del seu apartat III.2.2 llegim:

“La Comisión entiende que no sería eficaz la especificación de los deberes de lealtad si existieran dificultades legales para exigir en la práctica la responsabilidad por infracción de tales deberes. Por ello se considera que esta materia debería ser objeto de intervención legislativa clarificadora para definir una política de rigor, conforme a nuestra tradición jurídica, capaz de incrementar la eficacia disuasoria de la responsabilidad por infracción del deber de lealtad, facilitando los procedimientos y requisitos de exigencia de esta responsabilidad por parte de los accionistas.

Finalmente, cabe destacar que en los casos de violación de los deberes de lealtad se producen situaciones especialmente frustrantes desde el punto de vista de los inversores y de la opinión pública cuando las medidas legales adoptadas respecto del administrador infiel no consiguen la devolución de las cantidades con que se ha enriquecido ilícitamente. La Comisión entiende que este tema excede del mandato recibido, pero no puede dejar de expresar su preocupación al respecto y su deseo de que esta situación se trate adecuadamente”.

c) Finalment, hem de mencionar el clàssic problema de l'*interès social*, el significat del qual, lluny de ser aclarit en el Projecte, encara s'enterboleix més amb una definició enigmàtica i pleonàstica. El reformador dedica un nou precepte a aquest aspecte -l'art. 127 *bis* LSA-, del tenor següent: “*Los administradores deberán cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social, entendido como interés de la sociedad*”. Com es pot apreciar fàcilment, la norma contradiu els canons de la lògica: l'equiparació de l'interès social i l'interès de la societat significa, efectivament, convertir allò que s'ha definit en definició. I també contradiu els canons de la legislació: l'equiparació del *definiens* i del *definiendum* buida el contingut normatiu de la norma. Assumeixo que, en moltes ocasions, el recurs a fórmules ambigües es converteix en una necessitat política -és l'única estratègia que permet presentar el dissens com a consens. Potser ens trobem davant una d'aquestes ocasions. En qualsevol cas, considero que el legislador no hauria

¹⁴³ Potser això s'expliqui pel “continuïsm” de la seva font principal d'inspiració: vegeu els arts. 130-131 PCSM (que persisteix -amb una rectificació quantitativa clarament insuficient- en la disciplina de les societats cotitzades: vegeu l'art. 435 en relació amb l'art. 370 PCSM)

de llençar tan aviat la tovallola. Tot i que no conclogui definitivament la qüestió, fora bo que emetés un missatge coherent amb la filosofia que inspira la reforma, que necessàriament condueix a acollir la visió contractual de l'interès social (segons la qual prima l'interès dels accionistes) i a rebutjar la visió institucional (segons la qual aquell s'identifica amb algun tipus d'interès autònom de l'empresa on es conciliarien i sintetitzarien els interessos no sempre convergents dels diferents grups que hi participen: accionistes, treballadors, proveïdors, clients, comunitat local, etc.). En aquest sentit, postulem el retorn a la fórmula establerta en el projecte originàriament remès pel Govern, segons la qual l'interès social es feia coincidir, d'acord amb la interpretació que sempre ha prevalgut en la doctrina i en la jurisprudència, amb "*l'interès comú dels accionistes*"¹⁴⁴. No cal reformar la fórmula, si fos el cas només depurar-la, amb la finalitat de què sigui més operativa per orientar la formació de cultura corporativa, de formular les directrius d'actuació dels gestors i d'establir els estàndards per a l'avaluació o mesura dels seus rendiments. I en aquest punt, el reformador podria haver-se deixat influir per l'Informe *Olivencia*, que opta clarament per identificar l'interès social amb la maximització del valor de l'empresa a llarg termini¹⁴⁵. La prioritat d'aquest criteri basat en la creació de valor per l'accionista és fàcilment comprensible des del punt de vista jurídic: la clàusula de l'interès social té com a finalitat cobrir les llacunes del contracte de societat (és com la clàusula de la bona fe de l'article 1258 CC) i, sent així, cal que s'interpreti tractant d'imaginar el que haurien pactat les parts, la qual cosa ens porta evidentment a fórmules de maximització dels seus interessos. Des del punt de vista econòmic o financer, també hi ha raons diverses que avalen el punt de vista contractual. La primera es basa en les exigències pròpies dels mercats competitius, en els quals difícilment poden sobreviure empreses o nacions amb empreses que es guïïn per altres criteris: la inversió s'adreçarà a aquelles que prometin més valor. La segona apel·la a consideracions de practicabilitat, respecte les quals els juristes hem de ser especialment sensibles. La formulació de l'interès social en termes de maximització del valor de l'empresa proporciona a l'òrgan d'administració de la societat i a les instàncies executives subjectes a la seva supervisió una directriu neta i clara que facilita l'adopció de decisions i l'avaluació de les seves prestacions. L'alternativa institucional incrementa la seva discrecionalitat i afecta el seu *accountability*. En aquest sentit, està clar que justificant-ho en la necessitat de compondre interessos, és més fàcil justificar qualsevol decisió, fins i tot aquelles adoptades en benefici dels mateixos executius. La tercera raó que justifica la preeminència de l'interès dels accionistes radica en la necessitat d'acomodar el disseny de l'organització als incentius de les parts. En aquest sentit, cal tenir en compte que els accionistes perceben la renda residual de l'empresa i suporten el seu risc residual i, per tant, la satisfacció dels seus interessos requereix necessàriament la satisfacció prèvia d'allò promès als altres contractualment. Els accionistes són, des d'aquest punt de vista, els titulars de les inversions més vulnerables. Tot plegat, però, no implica que els administradors hagin de perseguir els interessos dels accionistes sigui com sigui, no tenint en compte o tenint-ne en compte, però insuficientment els dels altres membres de l'empresa i de la comunitat on s'ubica. Tot el contrari. Com assenyala encertadament l'Informe *Olivencia*, "*l'interès dels accionistes*

¹⁴⁴ Aquesta fórmula també la utilitza l'art. 122 PCSM

¹⁴⁵ El posicionament de l'Informe *Aldama* en aquest punt és menys clar i, per descomptat, s'apropa a concepcions més institucionals (vegeu, per a la discussió, G. ESTEBAN VELASCO, "El gobierno de las sociedades cotizadas. La experiencia española", *Cuadernos de Derecho y Comercio* 35 (2001), pp. 84-87 [malgrat la data de la portada, l'estudi acaba de ser publicat i ha tingut l'oportunitat de tenir en compte l'Informe *Aldama*]).

proporciona una guia d'actuació que necessàriament s'haurà de desenvolupar complint amb les exigències establertes pel dret (per exemple, normes fiscals o medi-ambientals); respectant de bona fe els contractes explícits i implícits concertats amb altres *stakeholders* (treballadors, proveïdors, creditors, etcètera); i, en general, tenint en compte aquelles exigències ètiques que raonablement siguin apropiades per a la conducció responsable dels negocis". En altres termes: quan els interessos i els riscos són fixos –com succeeix amb els altres *stakeholders*–, la seva satisfacció s'aconsegueix complint les corresponents obligacions legals i contractuals. En canvi, quan són residuals com succeeix amb els accionistes–, la seva satisfacció s'aconsegueix sota un imperatiu de maximització¹⁴⁶.

4.4. Recapitulació: una proposta alternativa de reforma de la Llei de Societats Anònimes

Per recapitular, oferim a continuació una proposta articulada de modificació del règim de responsabilitat dels administradors actualment vigent. La proposta reflecteix en preceptes legals el *model de regulació diferenciada o diversificada* defensat en aquestes pàgines. L'objectiu és proporcionar un text de contrast que faciliti el debat públic sobre la matèria i que, si escau, pugui servir d'orientació per pal·liar les insuficiències i deficiències que hem detectat al *Projecte de Llei de Transparència*. La proposta s'ajusta a la sistemàtica de la Llei de Societats Anònimes.

Art. 127. Deberes de diligencia y lealtad de los administradores

1. Los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y la lealtad de un buen representante¹⁴⁷.

2. Salvo disposición contraria de los estatutos, el objetivo que debe presidir la actuación de los administradores de la sociedad es la creación de valor en beneficio de los accionistas¹⁴⁸.

Art. 133-1. Responsabilidad de los administradores

1. Los administradores están obligados a indemnizar los daños causados a la sociedad por la realización de actos y la adopción de acuerdos contrarios a normas legales o estatutarias o

¹⁴⁶ Per a més referències en aquesta línia em permeto remetre a C. PAZ-ARES, "La ley, el mercado y el gobierno corporativo", *Ius et Veritas* 24 (2002), pp. 139-141.

¹⁴⁷ Modifica breument el text de l'art. 127.1 LSA amb la finalitat de reflectir adequadament en el seu tenor literal la "hipòtesi de diversificació" del règim de responsabilitat dels administradors que hem exposat al llarg d'aquest treball (vegeu, especialment, *supra* § 2).

¹⁴⁸ La norma sobre confidencialitat continguda a l'art. 127.2 LSA vigent es trasllada a l'art. 133-5 de la nostra proposta. Enlloc de crear un article nou, com fa el *Projecte de Llei de Transparència* després de l'empremta del PCSM, s'aprofita el buit per definir el concepte d'"interès social" en els termes exposats en el seu moment (vegeu *supra* § 16 c). Sistemàticament, sembla més correcte, perquè així es completa la definició dels estàndards de conducta continguda en l'apartat anterior amb la determinació d'un objectiu per a l'empresa. Una solució alternativa a la nostra proposta de redacció de l'art. 127.2 LSA, que està igualment en sintonia amb el nostre raonament i, no obstant això, pot trobar menys resistències en la doctrina que preval, consistiria en recuperar la fórmula utilitzada pel *Projecte de Llei de Transparència* en la versió originàriament remesa pel Govern a les Corts en el seu art. 127bis LSA: "Los administradores deberán cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social, entendido como interés común de los accionistas" (vegeu també l'art. 122 PCSM).

2. La responsabilidad de los administradores queda excluida cuando el acto dañoso haya sido realizado en ejecución de un acuerdo firme de la junta general¹⁴⁹. Sin embargo, dicha exclusión de responsabilidad no será de aplicación cuando el propio administrador, actuando en contra de sus deberes, haya contribuido [decisivamente] a la adopción del acuerdo o haya dejado transcurrir el plazo para su impugnación¹⁵⁰.

3. La prueba de la ilicitud de la conducta del administrador, del daño y de la relación de causalidad entre aquélla y éste incumbe a quien la alega. La ilicitud de la conducta permite presumir la culpabilidad¹⁵¹.

Art. 133-2. Contenido del deber de diligencia

1. La diligencia debida por el administrador a la sociedad le obliga a aplicar a sus actividades de supervisión, dirección y gestión el tiempo, esfuerzo y pericia que razonablemente cabe esperar de un empresario que ocupe una posición similar a la suya¹⁵².

2. El deber de diligencia del administrador que no tenga delegadas facultades ejecutivas se modulará principalmente en función de las actividades de supervisión y decisión estratégica que corresponden al consejo de administración.

[En esta posición, incumben al administrador, cuando menos, las siguientes obligaciones: (a) informarse y preparar adecuadamente las reuniones del consejo de administración y de los órganos delegados a que pertenezca; (b) asistir a las reuniones de los órganos de que forme parte y participar activamente en las deliberaciones a fin de que su criterio contribuya efectivamente a la formación de la voluntad social; (c) investigar cualquier irregularidad en la gestión de la compañía de la que haya podido tener noticia y vigilar cualquier situación de riesgo; (d) instar a las personas con capacidad de convocatoria para que promuevan una reunión extraordinaria del consejo de administración o incluyan en el orden del día de la primera que haya de celebrarse los extremos que hayan identificado en su pesquisa; y (e) realizar cualquier cometido específico que le encomiende el consejo y se halle razonablemente comprendido dentro de su compromiso de dedicación]¹⁵³.

¹⁴⁹ La proposta, inspirada en el § 93 IV 1 Aktiengesetz, implica abolir la norma continguda a l'art. 133.3 LSA vigent i persistent a l'art. 128.2 PCSM, difícilment justificable.

¹⁵⁰ Aquestes dues excepcions es basen en l'experiència doctrinal i jurisprudencial alemanya (vegeu, per tots, U. HÜFFER, *Aktiengesetz*, 4t ed., München 1999, S 93, 26, p. 444). Tot i que des d'un punt de vista sistemàtic pogués semblar més oportú incloure aquest apartat a l'art. 133-4, el fet que contingui una previsió general, vàlida tant per a la responsabilitat per negligència com per a la responsabilitat per deslleialtat, aconsella introduir-ho en aquest precepte més general.

¹⁵¹ Vegeu *supra* 12 c).

¹⁵² El significat d'aquesta norma és trencar la unitat de l'estàndard de l'"ordenat empresari" establert a l'art. 127 (i reproduït a l'art. 121 PCSM) i diversificar-ho per referència a les diferents posicions que pot ocupar l'administrador, a les diferents formes d'organització de l'òrgan administratiu i, fins i tot, als diferents tipus d'empreses.

¹⁵³ Atès el caràcter elemental del llistat d'obligacions inclòs en aquest paràgraf i recordat a l'Informe *Aldama*, pot prescindir-se d'ell sense cap inconvenient. No obstant això, pot tenir un cert valor orientatiu.

3. El deber de diligencia del administrador que tenga delegadas facultades ejecutivas se modulará, además, en función de la actividad gestión, considerando la envergadura de las tareas que le hayan sido asignadas y el compromiso de dedicación asumido.

4. Los administradores no incurrirán en responsabilidad por desempeñar sus funciones confiando en la información, opiniones y prestaciones de comisiones y administradores delegados, directivos y empleados de la sociedad y expertos externos, cuya competencia y credibilidad no ofrezcan un motivo razonable para la duda¹⁵⁴.

Art. 133-3. Discreción del administrador en el ámbito empresarial

1. En el ámbito de decisión sujeto a la discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se reputará necesariamente cumplimentado cuando el administrador haya actuado: (a) sin interés personal en el asunto; (b) con información suficiente; y (c) en el marco de un procedimiento de decisión adecuado¹⁵⁵.

2. La prueba de la infracción del deber de diligencia en el ámbito a que se refiere el apartado anterior requerirá acreditar que el administrador no ha actuado de conformidad con alguna de las exigencias establecidas en el apartado anterior y, adicionalmente, que el contenido de la decisión no se adecua al estándar de diligencia de un ordenado empresario.

3. A efectos de lo previsto en el apartado primero, no se reputarán incluidas dentro del ámbito de discrecionalidad empresarial aquellas decisiones que afecten personalmente a otros administradores y personas vinculadas en el sentido del artículo 133-5.5 y, en particular, aquellas que tengan por objeto autorizar las operaciones previstas en el artículo 133-6.2¹⁵⁶.

Art. 133-4. Modificación y extinción de la responsabilidad por negligencia

1. El régimen legal de la responsabilidad derivada de la infracción del deber de diligencia puede ser modificada en los estatutos de conformidad con las reglas generales sobre la responsabilidad contractual¹⁵⁷. No obstante, no podrá acordarse una limitación [cuantitativa o cualitativa] de la responsabilidad de los

¹⁵⁴Vegeu *supra* § 11 b).

¹⁵⁵ Amb la norma proposada es tracta d'introduir en el nostre dret la *business judgement rule*, (per a la seva justificació vegeu *supra* § 10). Tècnicament, podria articular-se d'acord amb la fórmula suggerida pel prof. ULMER, encara que en aquesta trobo a faltar una condició fonamental d'aplicació de la *business judgment rule*: l'absència de conflicte d'interès. La fórmula en qüestió, ideada per ser inclosa en el § 93 *Aktiengesetz*, estableix el següent: "Eine Pflichtverletzung liegt nicht vor, wenn der Schaden durch unternehmerisches Handeln im Interesse der Gesellschaft auf der Grundlage angemessener Informationen verursacht wurde, auch wenn dieses Handeln sich aufgrund späterer Entwicklungen oder Erkenntnisse als für die Gesellschaft nachteilig erweist" (P. ULMER, "Die Aktionärsklage als Instrument zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsratshandelns" ZHR 163 (1999), p. 299).

¹⁵⁶ Vegeu *supra* § 10 c).

¹⁵⁷ Vegeu *supra* § 13.

*administradores si media la oposición de accionistas que representen una fracción igual o superior al veinticinco [treinta y tres] por ciento del capital social presente o representado en la junta*¹⁵⁸.

*2. Salvo disposición contraria de los estatutos, la sociedad podrá contratar un seguro de responsabilidad civil para sus administradores*¹⁵⁹.

Art. 133-5. Contenido del deber de lealtad del administrador

1. El deber de lealtad obliga al administrador a obrar de buena fe en el mejor interés de la sociedad y a desempeñar sus funciones con la honestidad y escurpulosidad que cabe esperar de un representante que gestiona recursos ajenos.

*2. En particular, el administrador tiene la obligación de: (a) no ejercitar sus facultades con fines distintos de aquéllos para lo que le han sido concedidas; (b) guardar secreto sobre las informaciones a que haya tenido acceso en el desempeño de su cargo, incluso cuando haya cesado en él; (c) no participar en la deliberación y votación de acuerdos en que pueda tener algún interés personal [excluidos aquéllos en que intervenga como representante siguiendo instrucciones precisas del representado o que tengan por objeto su designación o revocación como administrador, el ejercicio de acciones de responsabilidad contra él u otros de análogo significado]; y (d) no ponerse, sin el consentimiento de la sociedad otorgado en los términos previstos en el artículo siguiente, en una situación en que sus intereses personales puedan entrar en conflicto con sus deberes para con la sociedad*¹⁶⁰.

*3. El deber de evitar situaciones de conflicto de interés a que se refiere el último inciso del apartado anterior obliga al administrador a abstenerse de: (a) realizar transacciones con la sociedad, excepto que se trate de operaciones ordinarias, de limitada cuantía y hechas en condiciones corrientes; (b) hacer uso de los activos sociales, incluida la información confidencial, con fines privados; (c) aprovecharse de las oportunidades de negocio de la sociedad; y (d) competir con la sociedad*¹⁶¹.

*4. El administrador deberá informar con prontitud a la sociedad de cualquier operación o transacción a que pueda ser aplicable el presente artículo. La comunicación deberá dirigirse al órgano de administración*¹⁶².

5. Las disposiciones contenidas en el presente artículo serán de aplicación con independencia de que el beneficiario de los actos o actividades prohibidas sea el propio administrador o una persona a él vinculada. A estos efectos, se considerarán personas vinculadas: (a) los miembros próximos de su familia [definir grados]; (b) las sociedades en las que uno u otros posean, directa o indirectamente, participaciones significativas; y (c) los terceros [directa o indirectamente] vinculados con el administrador o respecto de los

¹⁵⁸ Alternativament, la norma podria estructurar-se utilitzant la tècnica de la votació separada. En aquest cas, les modificacions del règim legal de responsabilitat haurien de ser aprovades per la majoria de la junta i per la majoria dels accionistes que no estiguessin representats en el consell o vinculats als administradors. Però tot i que valorativament sigui més coherent, presenta dificultats per a la seva implementació pràctica, i per aquest motiu, ens ha semblat més convenient un sistema de *quòrums* ultraqualificats.

¹⁵⁹ Vegeu *supra* 13 b).

¹⁶⁰ Vegeu *supra* § 5.

¹⁶¹ Vegeu *supra* § 5 a).

¹⁶² Vegeu *supra* § 7 b).

cuales éste tenga contraídas obligaciones que puedan entrar en conflicto con sus deberes para con la sociedad¹⁶³.

Art. 133-6. Inmodificabilidad de la responsabilidad por deslealtad

1. El régimen legal de la responsabilidad derivada de la infracción del deber de lealtad es imperativo. [Los estatutos solamente podrán agravarlo]¹⁶⁴.

2. No obstante lo dispuesto en el apartado anterior, la sociedad podrá autorizar la realización por parte de un administrador o de una persona vinculada en el sentido del apartado quinto del artículo anterior de determinadas transacciones con la sociedad, el uso de ciertos activos sociales, el aprovechamiento de una concreta oportunidad de negocios o la actividad competitiva.

3. La autorización deberá ser acordada por la junta general cuando tenga por objeto la dispensa de la obligación de no competencia o afecte a una transacción por valor superior al diez por cien de los activos sociales. En los demás casos, la autorización de la junta podrá sustituirse por la autorización de otro órgano o instancia de la sociedad, siempre y cuando esta previsión se incorpore a los estatutos y en ellos se regule un procedimiento que garantice: (a) la independencia de los miembros del órgano respecto del administrador afectado; (b) la inocuidad de la operación para el patrimonio social o, en su caso, su realización en condiciones de mercado; y (c) la transparencia del proceso. A estos últimos efectos, los estatutos deberán prever, al menos, la obligación de consignar todas las transacciones autorizadas en la memoria anual de la sociedad y de informar de ellas a los auditores¹⁶⁵.

Art. 133-7. Alcance de la responsabilidad por deslealtad

1. La infracción del deber de lealtad determinará la obligación del administrador de indemnizar el daño causado y de devolver a la sociedad el lucro obtenido¹⁶⁶.

2. Si hubiese intervenido dolo en su conducta, el administrador, salvo disposición contraria de los estatutos, deberá abonar a la sociedad una cantidad adicional por el importe que resulte de multiplicar la cantidad obtenida en aplicación del apartado anterior por un coeficiente mínimo de uno con tres décimas [o uno y medio] y máximo de tres [o cinco]. El juez determinará el coeficiente que proceda en función de la gravedad de la conducta¹⁶⁷.

3. No obstante lo previsto en el artículo 133-3, en caso de duda acerca del cumplimiento del deber de lealtad, la carga de la prueba corresponde al administrador¹⁶⁸.

¹⁶³ Vegeu supra § 5 b).

¹⁶⁴ Vegeu supra § 5 c).

¹⁶⁵ Vegeu supra § 5 c) i 7 b).

¹⁶⁶ Vegeu supra § 8 a). Amb la finalitat de facilitar la quantificació del dany i del lucre i remoure les dificultats probatòries, podria considerar-se la incorporació al precepte d'una clàusula addicional del tenor següent: "A la vista de las circunstancias probadas, el juez podrá practicar una liquidación equitativa del daño y del lucro".

¹⁶⁷ Vegeu supra § 8 b).

¹⁶⁸ Vegeu supra § 7 c).

4. El ejercicio de la acción de responsabilidad no obsta el ejercicio de las acciones de impugnación, de cesación, de remoción y, en su caso, de anulación de los actos y contratos celebrados por los administradores con violación de su deber de lealtad.¹⁶⁹

Art. 133-8. Responsabilidad solidaria de los administradores

1. Responderán solidariamente todos los miembros del órgano de administración que realizó el acto o adoptó el acuerdo lesivo, menos los que prueben que, no habiendo intervenido en su adopción y ejecución, desconocían su existencia o, conociéndola, hicieron todo lo conveniente para evitar el daño [o, al menos, se opusieron expresamente a aquél]¹⁷⁰.

[2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado anterior, la imputación de responsabilidad se hará atendiendo a la actuación individual y a las funciones específicamente encomendadas a cada uno de los miembros del órgano]¹⁷¹.

Art. 133-9. Legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad

1. La acción de responsabilidad contra los administradores se entablará por la sociedad, previo acuerdo de la junta general de accionistas, que puede ser adoptado aunque no conste en el orden del día. Los estatutos no podrán establecer una mayoría distinta de la prevista en el artículo 93 para la adopción de este acuerdo¹⁷².

El acuerdo de promover la acción o, en su caso y cuando proceda, de transigir determinará el cese de los administradores afectados¹⁷³.

2. Los accionistas que representen una fracción igual o superior al cinco por cien [tres por cien] del capital podrán solicitar la convocatoria de la junta general para que ésta decida sobre el ejercicio de la acción social de responsabilidad y también entablar conjuntamente la acción de responsabilidad en defensa del interés social en los siguientes supuestos: (a) cuando los administradores no hubiesen convocado la junta general solicitada a tal fin en el plazo de un mes contado desde la fecha de notificación de la solicitud; (b) cuando la sociedad no hubiese ejercitado la acción en el plazo de un mes contado desde la fecha de adopción del acuerdo; (c) cuando el acuerdo hubiera sido contrario a la exigencia de responsabilidad; y (d) cuando, pese a obtenerse la mayoría, no se hubiera logrado aprobar el acuerdo a que se refiere el apartado tercero del artículo 133-4. En el supuesto de la letra (b), la legitimación para entablar la acción no estará subordinada a la posesión del cinco por cien del capital¹⁷⁴.

3. No obstante lo previsto en los apartados anteriores, la acción social de responsabilidad basada en la infracción de los deberes de lealtad previstos en el apartado tercero del artículo 133-5º y/o de las reglas de autorización recogidas en el artículo 133-6 podrá ser ejercitada por cualquier accionista que dispusiera en el momento de realizarse el acto lesivo y continúe disponiendo en el momento de interposición de la

¹⁶⁹ Vegeu *supra* § 8 c).

¹⁷⁰ Reprodueix substancialment el text de l'art. 133.2 LSA vigent.

¹⁷¹ Vegeu *supra* § 11 c).

¹⁷² Reprodueix substancialment el text de l'art. 134.1 LSA vigent.

¹⁷³ Reprodueix substancialment el text de l'art. 134.2 II LSA vigent.

¹⁷⁴ Millora tècnicament, però no modifica sustancialment l'art. 134.4 LSA vigent.

demanda de una participación en la sociedad cuyo porcentaje exceda del uno por ciento de su capital o cuyo valor bursátil rebase los 60.000 Euros.

El inicio del proceso estará condicionado a un trámite de admisión de la demanda en el que el juez competente, oída la sociedad, debe verificar la existencia de indicios racionales de la infracción denunciada. El auto que resuelva el trámite de admisión es recurrible¹⁷⁵.

Una vez admitida a trámite la demanda, cualquier transacción que ponga fin al proceso deberá ser autorizada por el juez. El juez resolverá según su prudente arbitrio en función de la adecuación del contenido de la transacción a los hechos y argumentos acreditados en el proceso¹⁷⁶.

4. Los acreedores de la sociedad podrán ejercitar la acción social de responsabilidad contra los administradores cuando no haya sido ejercitada por la sociedad o sus accionistas, siempre que el patrimonio social resulte insuficiente para la satisfacción de sus créditos¹⁷⁷.

Art. 134. Extensión del régimen de responsabilidad de los administradores

1. Los deberes de diligencia y lealtad y el régimen de régimen de responsabilidad de los administradores establecidos en los artículos anteriores serán de aplicación también a las persona físicas que representen a los administradores personas jurídicas, a los más altos directivos de la sociedad, a los administradores de hecho y a los administradores ocultos.

A efectos de lo previsto en el párrafo anterior, se reputará administrador de hecho la persona que en la realidad del tráfico desempeñe sin título, con un título nulo o extinguido o con otro título las funciones propias de administrador; y administrador oculto, la persona bajo cuyas instrucciones estén acostumbrados a actuar los administradores de la sociedad¹⁷⁸.

2. El accionista o socio de control está sujeto al deber de lealtad en la medida en que resulte compatible con una razonable consideración de sus legítimos intereses privados y, en esa medida, responderá frente la sociedad en los términos previstos en los artículos anteriores. En todo caso, le serán de aplicación plena las normas sobre conflicto de intereses previstas en el apartado tercero del artículo 133-5 y concordantes con la salvedad relativa a la obligación de no competencia, a la cual no quedará sometido en aquellos casos en que practicase la actividad competitiva con anterioridad a la toma del control de la sociedad¹⁷⁹.

A tal fin, tendrá la consideración de accionista o socio de control la persona que, directa o indirectamente, sola o en concierto con otras, disponga de la mayoría del capital social con derecho de voto o que, por cualesquiera otros medios, pueda ejercer una influencia dominante sobre la sociedad. En

¹⁷⁵ Es podria agregar, d'acord amb el suggeriment exposat a la nota 39, la regla següent sobre costes: "En el caso de que la demanda fuere desestimada, la sociedad deberá hacerse cargo de las costas, salvo que en el curso del proceso el Juez haya comprobado que el demandante actuó temerariamente. El Juez apreciará temeridad cuando la acción se funde en hechos inexactos y el accionista conociera la inexactitud o la desconociera a causa de negligencia grave. En el caso de que la demanda no sea admitida a trámite, las costas del juicio de admisión se distribuirán con arreglo a las reglas generales".

¹⁷⁶ Vegeu supra § 7 a).

¹⁷⁷ Reprodueix l'art. 134.5 LSA vigent.

¹⁷⁸ Vegeu supra § 6.

¹⁷⁹ Vegeu supra § 6 a) i b).

particular, se presumirá que una persona dispone de esta capacidad de influencia cuando ostente una fracción igual o superior al veinticinco por cien [treinta por cien] del capital con derecho de voto y no exista otra persona que, directa o indirectamente, sola o concertada con otras, posea una fracción superior¹⁸⁰.

Art. 135. Acción individual de responsabilidad¹⁸¹

Lo dispuesto en los artículos anteriores no obsta el ejercicio de las acciones de responsabilidad que puedan corresponder a socios y terceros por actos de los administradores que lesionen directamente sus intereses.

¹⁸⁰ Vegeu *supra* § 6 c).

¹⁸¹ Reprodueix l'art. 135 LSA actualment vigent.